

# RECHTSLEER

## DOCTRINE

### La transposition de la Directive Prospectus en droit belge: une révolution de velours en droit financier

Patrick della Faille<sup>1</sup>

|  |    |
|--|----|
| <b>1. Les objectifs fondamentaux poursuivis par la Directive</b> .....   | 6  |
| <b>2. La notion d'opération "harmonisée" et d'opération "non harmonisée"</b> .....   | 6  |
| <b>3. La notion d'instruments de placement et les valeurs mobilières</b> .....   | 8  |
| <b>4. La notion d'offre publique et les "safe harbour"</b> .....   | 9  |
| <b>4.1. La notion d'offre publique</b> .....   | 9  |
| 4.1.1. "Une communication sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit" .....   | 9  |
| 4.1.2. "Présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les instruments à offrir" .....                   | 10 |
| 4.1.3. "Visant à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces instruments" .....                        | 10 |
| 4.1.4. "Qui est faite par la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement ou pour son compte" ..... | 11 |
| <b>4.2. Les "safe harbour" visés par l'article 3 § 2 de la Loi</b> .....   | 11 |
| 4.2.1. Les offres adressées uniquement aux investisseurs qualifiés .....   | 11 |
| 4.2.2. Les offres adressées à moins de cent personnes physiques ou morales .....   | 12 |
| 4.2.3. Les offres qui requièrent une contrepartie d'au moins 50.000 euros par investisseur .....                                     | 13 |
| 4.2.4. Les offres dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50.000 euros .....   | 13 |
| 4.2.5. Les offres dont le montant total est inférieur à 100.000 euros .....  | 13 |
| <b>5. La cotation directe d'instruments de placement sur un marché non réglementé</b> .....  | 13 |
| <b>6. Les offres publiques et les admissions à la négociation exemptées</b> .....  | 15 |
| <b>7. Les règles en matière de prospectus applicables aux opérations "harmonisées"</b> .....   | 17 |
| <b>7.1. Le concept d'État membre d'origine</b> .....   | 17 |
| 7.1.1. Les valeurs mobilières de "type A" ou de "type B" .....   | 17 |
| 7.1.2. La détermination de l'État membre d'origine .....   | 18 |
| <b>7.2. Les règles applicables aux prospectus devant être approuvés par la CBFA</b> .....  | 18 |
| 7.2.1. La portée communautaire du prospectus .....   | 18 |
| 7.2.2. La forme du prospectus .....  | 19 |
| 7.2.3. Le contenu du prospectus .....  | 20 |
| 7.2.3.1. Les principes généraux contenus dans la Loi et dans la Directive .....  | 20 |
| 7.2.3.2. Les principes généraux contenus dans le Règlement .....   | 22 |
| 7.2.4. La langue du prospectus .....   | 23 |
| 7.2.5. La procédure d'approbation du prospectus .....  | 24 |
| 7.2.6. Le supplément au prospectus .....   | 25 |
| 7.2.7. Les délais de mise à disposition du public .....  | 26 |
| 7.2.8. Les modes de publication du prospectus .....  | 26 |
| <b>7.3. Les règles applicables aux prospectus ne devant pas être approuvés par la CBFA</b> .....                                     | 27 |
| <b>7.4. Les règles applicables aux prospectus approuvés par délégation par la CBFA</b> .....   | 27 |
| <b>8. Les règles en matière de prospectus applicables aux opérations "non harmonisées"</b> .....                                     | 28 |
| <b>9. Les règles applicables aux autres documents se rapportant à l'opération</b> .....  | 29 |

<sup>1</sup> Avocat. L'auteur tient à remercier pour sa précieuse collaboration Mme Bénédicte Clerckx, conseiller à la CBFA et de Mlle Sylvine Vandenbroucke, avocat.

|  |    |
|--|----|
| <b>9.1. Les communications, documents et avis se rapportant à l'opération</b> .....        | 29 |
| <b>9.2. Les communications relatives aux résultats de l'opération</b> .....                | 31 |
| <b>9.3. L'obligation d'information annuelle</b> .....                                      | 31 |
| <b>10. Les règles applicables en matière de responsabilité du fait du prospectus</b> ..... | 32 |
| <b>10.1. Les mentions devant figurer dans le prospectus</b> .....                          | 32 |
| <b>10.2. La preuve de la responsabilité du fait du prospectus</b> .....                    | 33 |
| <b>10.3. Les règles en matière de communication à caractère promotionnel</b> .....         | 34 |
| <b>11. Les règles applicables en matière d'intermédiation</b> .....                        | 34 |
| <b>12. Les pouvoirs de la CBFA</b> .....   | 35 |
| <b>13. Les règles applicables en matière d'OPC</b> .....                                   | 36 |
| <b>13.1. Le champ d'application de la Loi du 20 juillet 2004</b> .....                     | 36 |
| <b>13.2. La définition d'offre publique</b> .....  | 37 |
| <b>13.3. Les critères de publicité d'une offre</b> .....                                   | 37 |
| 13.3.1. Les critères applicables aux seuls OPC "fermés" .....                              | 37 |
| 13.3.2. Les critères applicables aux OPC "ouverts" et aux OPC "fermés" .....               | 38 |
| <b>13.4. Les communications à caractère promotionnel</b> .....                             | 38 |

## RÉSUMÉ

*La loi du 16 juin 2006 transpose en droit belge la Directive "Prospectus". Cette transposition emporte une refonte complète de la réglementation belge applicable en matière d'offres publiques ou d'organismes de placement collectifs. La Directive va en effet beaucoup plus loin que d'harmoniser les exigences en matière de prospectus entre les différents États membres, afin de conférer un passeport automatique aux prospectus approuvés par l'autorité compétente de l'un d'eux. La Directive établit en effet une définition commune de la notion d'offre au public de valeurs mobilières, emportant une définition au niveau européen d'un certain nombre de "safe harbour". Elle harmonise par ailleurs les hypothèses où une dérogation à l'obligation de publier un prospectus peut être accordée, ou impose de nouvelles obligations d'information aux sociétés admises sur un marché réglementé.*

*Le législateur belge a toutefois franchi un pas supplémentaire, décidant de calquer le régime applicable aux offres publiques qui n'étaient pas visées par la Directive sur celui des opérations "harmonisées". Il a également redéfini des notions aussi essentielles que celles d'"offre publique", d'"instrument de placement", de "valeur mobilière" ou d'"investisseur qualifié". Il a enfin modifié en profondeur les règles relatives à la forme et aux modes de publication des prospectus, à l'emploi des langues en matière de prospectus, aux pouvoirs dévolus à la Commission bancaire, financière et des assurances, aux communications à caractère promotionnel, aux informations diffusées lors de road shows ou communiquées aux analystes financiers, à la responsabilité du fait du prospectus, etc.*

*La loi du 16 juin 2006 constitue par conséquent une véritable révolution en droit financier, même si, intégrant les principes qui figuraient déjà dans des textes aussi essentiels que la loi du 22 avril 2003 ou l'arrêté royal du 7 juillet 1999, cette révolution n'est qu'une révolution de velours.*

## SAMENVATTING

*De wet van 16 juni 2006 zet de Prospectus-richtlijn om in het Belgisch recht. Deze omzetting brengt een volledige herwerking mee van de Belgische reglementering inzake openbare aanbiedingen en instellingen voor collectieve belegging. De Richtlijn gaat immers heel wat verder dan een harmonisering van de vereisten inzake prospectussen teneinde een uniek paspoort toe te kennen aan de prospectussen die door de bevoegde autoriteit van één van de lidstaten werden goedgekeurd. De Richtlijn geeft inderdaad een gemeenschappelijke definitie van het begrip "openbare aanbieding van effecten" en definieert tevens op Europees vlak een bepaald aantal "safe harbours". Zij harmoniseert anderzijds de voorwaarden waaronder een afwijking van de prospectusplicht kan worden verleend en legt nieuwe verplichtingen op inzake het verstrekken van informatie aan de vennootschappen die op een gereguleerde markt werden toegelaten.*

*De Belgische wetgever heeft echter een bijkomende stap gezet door te beslissen het regime dat toepasbaar is op de openbare aanbiedingen die niet binnen het toepassingsgebied van de Richtlijn vallen (de zgn. niet-geharmoniseerde verrichtingen) te kopiëren op het regime van de geharmoniseerde verrichtingen. Hij heeft eveneens een aantal essentiële begrippen zoals deze van "openbare aanbiedingen", "beleggingsinstrumenten", "effecten" of "gekwaliificeerde*

*belegger" opnieuw omschreven. Uiteindelijk heeft hij de regels grondig gewijzigd inzake de vorm en wijze van publicatie, het taalgebruik inzake prospectussen, de aan de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen toegekende bevoegdheden, de reclame, het verspreiden van informatie gedurende road shows of de informatie die wordt vestrekt aan financiële analisten, de regels inzake prospectusaansprakelijkheid etc.*

*Hoewel de wet van 16 juni 2006 derhalve een werkelijke revolutie uitmaakt in het financieel recht, is ze, omdat ze begrippen integreert die reeds eerder in essentiële teksten zoals de wet van 22 april 2003 of het koninklijk besluit van 7 juli 1999 bepaald werden, slechts een fluwelen revolutie.*

1. La loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés (ci-après, la "**Loi**")<sup>2</sup> est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2006. Même si cette Loi vise principalement à transposer en droit belge la Directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation (ci-après, la "**Directive**")<sup>3</sup>, elle emporte *de facto* une refonte complète de la réglementation belge en matière d'offres publiques, antérieurement régies par la loi du 22 avril 2003 relative aux offres publiques de titres (ci-après, la "**Loi du 22 avril 2003**")<sup>4</sup>, complétée par l'arrêté royal du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières (ci-après, "**l'Arrêté**")<sup>5</sup> ou, en ce qui concerne les organismes de placement collectifs, par la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement (ci-après, la "**Loi du 20 juillet 2004**")<sup>6</sup>.

2. Le régime mis en place initialement par l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935 sur le contrôle des banques et le régime des émissions de titres et valeurs (ci-après, l'"**Arrêté**

**Royal n° 185**"), qui a marqué le paysage financier belge durant près de quatre-vingt ans, a donc définitivement vécu<sup>7</sup>, même si, depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2005, le cadre légal des offres publiques de titres avait déjà profondément évolué. En effet, le régime mis en place par la Directive a été complété par le Règlement n° 809/2004 de la Commission (ci-après, le "**Règlement**")<sup>8</sup>. Ce Règlement, directement applicable en droit belge, est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2005. Depuis cette date, la Commission bancaire, financière et des assurances (ci-après, la "**CBFA**") imposait déjà que tous les prospectus qui entraient dans le champ d'application de la Directive soient établis conformément aux dispositions dudit Règlement<sup>9</sup>. En outre, par l'effet direct que la Cour de justice des Communautés européennes reconnaît aux dispositions d'une directive qui n'ont pas été transposées en temps utile par un État membre lorsque celles-ci sont suffisamment claires, précises et inconditionnelles et qu'elles ne requièrent pas de mesures spécifiques d'exécution pour sa mise en application<sup>10</sup>, la CBFA avait déjà, à compter de cette même date du 1<sup>er</sup> juillet 2005, décidé d'appliquer *in extenso* les dispositions de la Directive qui n'étaient pas encore transposées en droit belge à cette date et qui conféraient des droits aux justiciables sans alourdir leurs obligations<sup>11</sup>.

<sup>2</sup> M.B. 21 juin 2006, pp. 31.352 et s.

<sup>3</sup> Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la Directive 2001/34/CE (J.O.U.E. 31 décembre 2003, pp. L. 345/64 et s.).

<sup>4</sup> M.B. 27 mai 2003, pp. 29.256 et s.

<sup>5</sup> M.B. 17 août 1999, pp. 30.448 et s.

<sup>6</sup> M.B. 9 mars 2005, pp. 9.632 et s.

<sup>7</sup> L'Arrêté a *de facto* été abrogé par la Loi, tandis que les dispositions de la Loi du 20 juillet 2004 relatives aux offres publiques d'OPC ont été profondément réformées par la Loi. Enfin, la Loi du 22 avril 2003 ne réglemente plus, pour l'heure, que les offres publiques d'acquisition, non visées par la Directive (art. 79 de la Loi). Elle devrait toutefois être définitivement abrogée suite à la transposition en droit belge de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>8</sup> Règlement n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel (J.O.U.E. 16 juin 2004, pp. L. 215/3 et s.). Ce règlement est lui-même complété par les "*CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004*", février 2005.

<sup>9</sup> CBFA, *Communication de la CBFA concernant la nouvelle politique de traitement des dossiers d'offre publique et d'admission à la négociation sur un marché réglementé à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2005*, 16 juin 2005.

<sup>10</sup> Voy. T.C. HARTLEY, *The Foundations of European Community Law*, Oxford, 1998, pp. 187-232.

<sup>11</sup> CBFA, *ibid.*

## 1. LES OBJECTIFS FONDAMENTAUX POURSUIVIS PAR LA DIRECTIVE

3. La Directive unifie les textes communautaires qui existaient en matière d'information à publier lors de l'admission aux négociations et de l'offre au public de valeurs mobilières<sup>12</sup>. Le principal objectif poursuivi par le législateur européen était d'harmoniser les exigences existant en matière de prospectus entre les différents États membres de l'Espace économique européen (ci-après, l'"EEE"), afin de conférer un passeport automatique aux prospectus approuvés par l'autorité compétente d'un de ces États membres<sup>13</sup>. De tels prospectus permettent donc à leurs auteurs de procéder à une offre publique ou à une admission à la négociation sur un marché réglementé dans l'ensemble de l'EEE, sans requérir l'approbation préalable des autorités compétentes des États membres d'accueil où une telle offre ou une telle admission a lieu. Ces autorités compétentes ne peuvent donc plus mettre en œuvre "*ni procédure d'approbation, ni aucune procédure administrative*"<sup>14</sup>. Elles ne peuvent plus non plus exiger l'ajout d'informations complémentaires spécifiques à l'État membre d'accueil, comme c'était le cas dans le cadre du régime antérieur dit "de reconnaissance mutuelle" issu des Directives 2001/34/CE et 89/298/CEE, lequel s'était révélé cher, complexe et inefficace<sup>15</sup>. Il devrait donc en résulter un gain considérable, tant en termes de coût que de temps.

4. L'objectif de la Directive est également d'établir une définition commune de la notion d'offre au public de valeurs

mobilières, de telle manière qu'une même opération ne puisse plus être assimilée à un placement privé dans certains États membres, et à une offre publique dans d'autres. La Directive harmonise par ailleurs les cas où une dérogation à l'obligation de publier un prospectus peut être accordée par les autorités compétentes, afin d'éviter qu'une même opération ne requière la publication d'un prospectus dans certains États membres, et pas dans d'autres. Ce faisant, la Directive tente de faciliter l'accès par les entreprises, et notamment les petites et moyennes entreprises, au capital-investissement dans l'ensemble de l'EEE, en leur permettant d'accéder effectivement à un vaste marché financier, liquide et unifié, tout en garantissant la protection des investisseurs<sup>16</sup>. Pour atteindre ce dernier objectif, la Directive harmonise également le contenu et la forme des prospectus qui doivent être utilisés dans le cadre d'une offre publique ou d'une admission à la négociation sur un marché réglementé. La Directive considère en effet que "*la fourniture d'une information complète (renforce) la protection des investisseurs. En outre, cette information constitue un moyen efficace de renforcer la confiance du public dans les valeurs mobilières, contribuant ainsi au bon fonctionnement et au développement des marchés concernés*"<sup>17</sup>. L'harmonisation du contenu des prospectus permet en outre aux investisseurs de comparer plus efficacement les valeurs mobilières qui leur sont offertes, en les dotant d'une information plus consistante<sup>18</sup>.

## 2. LA NOTION D'OPÉRATION "HARMONISÉE" ET D'OPÉRATION "NON HARMONISÉE"

5. La transposition de la Directive en droit belge requérait une refonte en profondeur du droit positif belge. Le législateur n'a toutefois pas souhaité en rester là, puisqu'il en a profité pour harmoniser "*toute offre publique d'instruments de placement effectuée sur le territoire belge et toute admission d'instruments de placement à la négociation sur un marché réglementé belge*"<sup>19</sup>. Par facilité, la Loi a néanmoins établi

une distinction entre les opérations "harmonisées", qui sont harmonisées par la Directive, et les opérations "non harmonisées", qui ne sont pas harmonisées par la Directive, mais que le législateur belge a néanmoins souhaité intégrer dans le champ d'application de la Loi. Par opérations "harmonisées", la Loi désigne fondamentalement deux types d'opérations:

<sup>12</sup> Voy. la directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, *J.O.U.E.* 6 juillet 2001, pp. L. 184/1 et s. (ci-après la "**Directive 2001/34/CE**"), et la directive 89/298/CEE du Conseil du 17 avril 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières, *J.O.U.E.* 5 mai 1989, pp. L. 124/8 et s. (ci-après la "**Directive 89/298/CEE**").

<sup>13</sup> Un tel passeport est rendu possible par le fait que la Directive "(i) désigne un État membre unique aux fins d'approuver le prospectus relatif à une offre publique ou une admission à la négociation sur un marché réglementé et (ii) harmonise les dispositions régissant le contenu, la forme, la langue et le mode de diffusion du prospectus au sein des États membres" (J. FRANTZEN, "L'offre de valeurs mobilières après l'entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation", *DAOR* 2006, n° 77, p. 5).

<sup>14</sup> Art. 17.1 de la Directive.

<sup>15</sup> "*In practice, EU firms conducting cross border business have to comply with 15 different sets of regulations. The current system is rightly criticised as being burdensome, bureaucratic, costly and inefficient*" (European Commission, *The proposed prospectus directive – Frequently Asked Questions – 28 September 2001*, p. 2). Voy. également sur cette question, G. T'JONCK, "Prospectusperikelen bij internationale openbare effectenverrichtingen: pleidooi voor een vernieuwde Europese regelgeving", in *Liber Amicorum Lucien Simont*, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 1117; H. S. SCOTT, "Internationalization of primary securities markets", in "The future content of the U.S. Securities Laws", *Duke Journals, Law and Contemporary Problems*, été 2000, vol. 63, n° 3, p. 71).

<sup>16</sup> 4<sup>ème</sup>, 5<sup>ème</sup> et 10<sup>ème</sup> Considérants de la Directive.

<sup>17</sup> 18<sup>ème</sup> Considérant de la Directive.

<sup>18</sup> CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common position agreed by CESR Members*, 18 juillet 2006, p. 1.

<sup>19</sup> Art. 17 de la Loi.

- les offres publiques de valeurs mobilières d’un montant total supérieur ou égal à 2.500.000 euros<sup>20</sup>, effectuées sur une période de douze mois<sup>21</sup>, soit sur le territoire belge, soit sur le territoire d’un ou plusieurs États membres de l’EEE, à l’exclusion de la Belgique, lorsque la Belgique est l’État membre d’origine<sup>22</sup>;
  - les admissions à la négociation de valeurs mobilières, effectuées soit sur un marché réglementé belge reconnu sur pied de l’article 3 de loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (ci-après, la “**Loi du 2 août 2002**”)<sup>23</sup>, soit sur un ou plusieurs marchés réglementés situés dans un ou plusieurs États membres de l’EEE, à l’exclusion de la Belgique, lorsque la Belgique est l’État membre d’origine.
6. Les autres opérations, dites “non harmonisées”, ne rentrent pas dans le champ d’application de la Directive, et peuvent donc être librement réglementées par chacun des États membres. Le législateur belge est en effet compétent pour réglementer l’ensemble des opérations qui ont lieu sur son territoire, que celles-ci soient ou ne soient pas visées par la Directive. Pour ces opérations “non harmonisées”, le législateur avait le choix de maintenir ou non l’exigence de publication d’un prospectus préalablement approuvé par la CBFA, ce qu’il a fait. Il a néanmoins veillé, pour ce faire, à calquer le plus fidèlement possible le régime des opérations “non harmonisées” sur celui des opérations “harmonisées”, hormis quelques adaptations liées aux spécificités des opérations concernées. La Loi réglemente donc également les opérations “non harmonisées” suivantes:
- les offres publiques d’instruments de placement autres que des valeurs mobilières qui ont lieu sur le territoire belge;
  - les offres publiques de valeurs mobilières d’un montant total inférieur à 2.500.000 euros qui ont lieu sur le territoire belge<sup>24</sup>; et
  - les admissions à la négociation d’instruments de placement autres que les valeurs mobilières sur un marché réglementé belge<sup>25</sup>.
7. On relèvera cependant que l’émetteur ou l’offreur<sup>26</sup> qui effectue une offre publique en dehors du territoire belge pour un montant compris entre 100.000 et 2.500.000 euros, opération en principe “non harmonisée” ne permettant pas de bénéficier d’un passeport, a la possibilité de se soumettre volontairement aux dispositions de la Loi relatives aux opérations “harmonisées”, afin de “*bénéficier de la portée communautaire de l’approbation du prospectus*”<sup>27</sup> (“opt-in”). De même, alors que la Loi exclut de son champ d’application un certain nombre d’offres publiques et d’admissions à la négociation<sup>28</sup>, elle autorise l’émetteur, l’offreur ou la personne qui sollicite l’admission à la négociation à se soumettre volontairement aux dispositions de la Loi relatives aux opérations “harmonisées” si l’offre ou l’admission porte sur les instruments visés par l’article 16 § 1<sup>er</sup>, 4<sup>o</sup>, 5<sup>o</sup> ou 7<sup>o</sup> de la Loi<sup>29</sup>, une nouvelle fois pour bénéficier du passeport européen que confère la Directive<sup>30</sup>. Par contre, les marchés non réglementés ne rentrant pas dans le champ d’application de la Directive, une admission à la négociation d’instruments de placement sur un marché non réglementé belge ne peut pas faire l’objet d’une demande de prospectus “européen”<sup>31</sup>.

20. Ce montant doit être apprécié au niveau de l’ensemble de l’EEE (CESR, *ibid.*, p. 9). Par contre, il doit être apprécié par type de valeurs mobilières offertes. Ainsi, si un émetteur offrirait des actions pour 2.000.000 d’euros, et des obligations pour le même montant durant une période de 12 mois, il ne rentrerait pas dans le champ d’application de la Directive (European Commission, *4th Informal Meeting on Prospectus Transposition – 8 March 2005 – Summary Records*, p. 1).

21. Art. 1.2 h) de la Directive. Ce délai doit être calculé à compter du début de l’offre ou, dans le cadre d’un programme d’offre, du début à la fin dudit programme (European Commission, *ibid.*, pp. 1 et 2).

22. Le législateur belge n’est en effet pas compétent pour réglementer les opérations qui ne se déroulent pas sur son territoire, hormis si la Belgique peut être considérée comme l’“État membre d’origine”.

23. En l’occurrence, le marché “Eurolist by Euronext”, le marché “Trading Facility”, le marché des instruments dérivés d’Euronext Brussels, et le marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie.

24. En tout état de cause, les offres publiques d’un montant total inférieur à 100.000 euros bénéficient de l’exemption visée par l’art. 3.2 e) de la Directive (European Commission, *3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records*, p. 5).

25. Les entreprises de marché desdits marchés réglementés peuvent solliciter du Roi qu’il déclare certaines dispositions de la Loi inapplicables à certains de ces instruments de placement (art. 15 § 4, 1<sup>o</sup> de la Loi).

26. Un offreur est, à la distinction d’un émetteur d’instruments de placement, une personne qui est en mesure de céder lesdits instruments, mais pas de les émettre (tel qu’un actionnaire).

27. Art. 22 § 2 de la Loi.

28. Voy. n<sup>o</sup> 29.

29. Ce régime ne bénéficie donc pas aux parts d’OPC de type “ouvert”, aux ventes publiques d’instruments de placement ordonnées par justice, aux parts de capital dans les banques centrales des États membres de l’EEE, aux titres autres que de capital émis de manière continue ou répétée par des établissements de crédit établis en Belgique ou par des établissements de crédit relevant du droit d’autres États membres de l’EEE ou aux instruments de placement émis par des associations bénéficiant d’un statut légal ou par des organismes sans but lucratif, reconnus par un État membre de l’EEE.

30. Art. 16 § 2 de la Loi. Les travaux préparatoires citent par erreur les “*parts de certaines sociétés coopératives et (...) certains plans d’intéressement du personnel*” (*Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 48), qui eux sont visés par l’art. 18 de la Loi.

31. *Exposé des motifs, ibid.*, p. 37.

### 3. LA NOTION D'INSTRUMENTS DE PLACEMENT ET LES VALEURS MOBILIÈRES

8. Pour bien cerner la distinction entre les opérations “harmonisées” et les opérations “non harmonisées”, il convient de distinguer la notion d’“instruments de placement” de celle de “valeurs mobilières”. En effet, afin d’éviter toute confusion avec les notions de “titres de capital” et de “titres autres que de capital” utilisées dans la Directive, le législateur belge a remplacé la notion de “titres” utilisée précédemment dans la Loi du 22 avril 2003 par celle d’“instruments de placement”, même si la définition de ces derniers est sensiblement identique à celle visée par la Loi du 22 avril 2003. Cette définition d’“instruments de placement” appelle néanmoins les commentaires suivants:

- la définition d’“instruments de placement”<sup>32</sup> est plus large que celle contenue à l’article 2 de la Loi du 22 avril 2003, puisqu’elle comprend, outre les instruments du marché monétaire<sup>33</sup>, une catégorie résiduelle, à savoir “*tous les autres instruments permettant d’effectuer un investissement de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents*”<sup>34</sup>. Le législateur a en effet été soucieux que les investisseurs puissent toujours bénéficier d’un prospectus lorsque des titres leur sont offerts, même si ceux-ci ne rentrent pas strictement dans l’une des catégories visées par la Loi<sup>35</sup>;
- les “valeurs mobilières” sont un type particulier d’“instruments de placement”, et désignent “*toutes les catégories d’instruments de placement négociables sur le marché des capitaux*”<sup>36</sup> telles que les actions, les obligations et les autres titres de créance ou d’emprunt<sup>37</sup>, et toute autre valeur donnant le droit d’acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, dont le montant est fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d’intérêt ou un rendement, aux matières premières ou à d’autres indices ou mesures. Ces “valeurs mobilières” désignent en réalité l’ensemble des “titres” qui étaient visés par les points 1°, 2°, 3° a) et b) de la Loi du 22 avril 2003, même si la définition telle qu’elle

figure dans la Loi s’inspire de celle contenue dans la Directive 2004/39/CE<sup>38</sup>. On relèvera par ailleurs que cette définition inclut les euro-obligations, dont les émissions publiques ne requéraient traditionnellement pas la publication d’un prospectus<sup>39</sup>;

- la Loi exclut de la définition de “valeurs mobilières” les “instruments du marché monétaire”, circonscrivant toutefois cette notion aux seuls instruments du marché monétaire dont l’échéance est inférieure à 12 mois<sup>40</sup>. La Loi inclut par contre les certificats immobiliers dans la catégorie des “titres de créances” considérés comme des “valeurs mobilières”. Ce faisant, le législateur confirme implicitement que ces certificats immobiliers ne sont pas des organismes de placement collectifs, et que les offres publiques de tels certificats ne sont pas visées par la Loi du 20 juillet 2004.

9. L’article 16 de la Loi exclut toutefois du champ d’application de la Loi les offres publiques et les admissions à la négociation portant sur un certain nombre d’instruments de placement, lesquelles ne requièrent par conséquent pas la publication d’un prospectus soumis à l’approbation de la CBFA. Parmi celles-ci, il convient de mentionner:

- les parts d’organismes de placement collectifs (ci-après, “OPC”) à nombre variable de parts, communément appelés “OPC ouverts”, quelque soit leur forme (contractuelle, statutaire ou trust). Les offres publiques d’OPC à nombre variable de parts sont par conséquent régies par la Loi du 20 juillet 2004<sup>41</sup>, tandis que les offres publiques d’OPC à nombre fixe de parts sont régies par la Loi;
- les parts de capital dans les banques centrales, les titres autres que de capital (principalement les obligations) émis par les États membres, leurs autorités régionales ou locales, les organisations internationales ou les banques centrales, et les valeurs mobilières inconditionnellement et irrévocablement garanties par un État membre ou l’une de ses autorités régionales ou locales,

<sup>32</sup>. Art. 4 de la Loi.

<sup>33</sup>. Art. 4 § 1<sup>er</sup>, 2° de la Loi.

<sup>34</sup>. Art. 4 § 1<sup>er</sup>, 10° de la Loi. Voy. à cet égard l’art. 2 de la Loi du 2 août 2002, lequel définit de manière beaucoup plus restrictive le concept d’“instrument financier”.

<sup>35</sup>. *Exposé des motifs*, *Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 30.

<sup>36</sup>. Art. 5 de la Loi. La Loi ne vise donc pas les titres qui ne sont pas transférables, comme les stock options qui seraient déclarés incessibles (CESR, *ibid.*, p. 4).

<sup>37</sup>. L’art. 4 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, tel que modifié par la Loi, dispose que les personnes, entreprises et institutions qui procèdent à des offres en vente ou en souscription d’instruments de placement “*au moyen desquels des fonds remboursables*” sont récoûtés dans le respect des dispositions de la Loi, échappent au monopole de réception de fonds remboursables dont bénéficient les établissements de crédit.

<sup>38</sup>. Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d’instruments financiers, (*J.O.U.E.* 30 avril 2004, pp. L. 145/1 et s.).

<sup>39</sup>. Art. 10 de la Loi du 22 avril 2003. Il convient toutefois d’observer que ces dernières, compte tenu du degré d’expérience que l’on peut attendre des investisseurs intéressés par ce type de placement, jouissent de contraintes réduites en matière d’information minimale devant figurer dans le prospectus (art. 7.2., b) de la Directive).

<sup>40</sup>. Art. 5 § 2 et 3 de la Loi.

<sup>41</sup>. De même, le contenu et le contrôle de la publicité, de même que les exigences en matière d’inscription sont, pour tous les OPC, régis par la Loi du 20 juillet 2004 (voy. n° 93).

la qualité de leur émetteur ou de leur garant constituant “une protection importante pour le public”<sup>42</sup>;

- les bons de caisse, à condition que ces derniers (i) ne soient pas subordonnés, convertibles ou échangeables, (ii) qu’ils ne confèrent pas le droit de souscrire ou d’acquérir d’autres types de valeurs mobilières et ne soient pas liés à un instrument dérivé, (iii) qu’ils matérialisent la réception de dépôts remboursables, et (iv) qu’ils puissent bénéficier d’un système de garantie des dépôts<sup>43</sup>;
- les obligations émises de manière continue ou répétée par des établissements de crédit relevant du droit d’un

État membre de l’EEE, lorsque le montant total offert sur 12 mois est inférieur à 50.000.000 euros, à condition qu’elles (i) ne soient pas subordonnées, convertibles ou échangeables, (ii) ne confèrent pas le droit de souscrire ou d’acquérir d’autres types de valeurs mobilières et ne soient pas liées à un instrument dérivé, et (iii) puissent bénéficier d’un système de garantie des dépôts<sup>44</sup>;

- les instruments de placement émis par des associations sans but lucratif reconnues par un État membre de l’EEE “en vue de se procurer les moyens nécessaires à la réalisation de leurs objectifs non lucratifs”<sup>45</sup>.

#### 4. LA NOTION D’OFFRE PUBLIQUE ET LES “SAFE HARBOUR”

10. La Directive pose en principe le fait que “les États membres n’autorisent aucune offre de valeurs mobilières au public sur leur territoire sans publication préalable d’un prospectus”<sup>46</sup>. Ce principe, transposé en droit belge<sup>47</sup>, n’empêche pas qu’un certain nombre d’opérations échappent à l’obligation de publier un prospectus. En effet, comme cela a été indiqué précédemment, les opérations portant sur un certain nombre d’instruments de placement échappent à l’obligation de publier un prospectus<sup>48</sup>. Le législateur exonère en outre de l’obligation de publier un prospectus un certain nombre d’offres publiques et d’admissions à la négociation<sup>49</sup>. Enfin, pour qu’une offre entre dans le champ d’application de la Loi, il faut qu’elle réponde à la définition d’“offre publique” visée par l’article 3 de la Loi, et qu’elle ne constitue pas un des nombreux cas de “safe harbour” définis par la Directive.

##### 4.1. La notion d’offre publique

11. Selon l’article 3 § 1<sup>er</sup> de la Loi, pour qu’il y ait “offre publique” d’instruments de placement au sens de la Loi, il faut une “communication adressée à des personnes” qui présente un certain nombre de caractéristiques très précises, à savoir:

##### 4.1.1. “Une communication sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit”

12. La Loi impose une “communication”, sans préciser sa forme ou le moyen de communication qui doit être utilisé, “en vue précisément de rencontrer toutes les techniques, actuelles et futures, de communication”<sup>50</sup>. Par contre, le seul fait de procéder à une admission à la négociation d’instruments de placement sur un marché non réglementé, opération “non harmonisée”, si elle n’emporte pas le recours à une communication visée par l’article 3 § 1<sup>er</sup> de la Loi, ne constitue plus une offre publique au sens de l’article 3 de la Loi, contrairement au régime qui prévalait dans le cadre de l’article 3 § 1<sup>er</sup>, 3<sup>o</sup> de la Loi du 22 avril 2003<sup>51</sup>. De la même manière, le seul fait qu’un émetteur ait ses titres diffusés dans le public ne peut pas lui imposer la publication d’un prospectus, la Loi imposant une “communication” de sa part.

13. La Loi exclut par ailleurs expressément de son champ d’application, par son article 16 § 1<sup>er</sup>, 2<sup>o</sup>, “les ventes publiques d’instruments de placement ordonnées par justice”, compte tenu notamment de “l’impossibilité de déterminer l’offreur”<sup>52</sup>. Cette exclusion figurait déjà à l’article 9 de la Loi du 22 avril 2003<sup>53</sup>. Par contre, la Loi n’a pas repris une autre exclusion prévue par l’article 9, 1<sup>o</sup> de la Loi du 22 avril

42. *Exposé des motifs, Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 39. Ces derniers instruments de placement étaient déjà exclus par l’Arrêté Royal n° 185, mais pas par la Loi du 22 avril 2003.

43. Art. 16 § 1<sup>er</sup>, 6<sup>o</sup> de la Loi.

44. Art. 16 § 1<sup>er</sup>, 7<sup>o</sup> de la Loi.

45. Art. 16 § 1<sup>er</sup>, 8<sup>o</sup> de la Loi.

46. Art. 3.1 de la Directive.

47. “Toute opération visée au présent chapitre requiert la publication préalable d’un prospectus par l’émetteur, l’offreur ou la personne qui sollicite l’admission à la négociation sur un marché réglementé, selon le cas” (art. 20 de la Loi). Cette obligation est assortie de sanctions pénales (art. 69, 2<sup>o</sup> de la Loi).

48. Voy. n° 9.

49. Voy. n° 29.

50. J. FRANTZEN, *ibid.*, p. 11. Voy. à cet égard les procédés de communication visés par l’art. 34 du Règlement (imprimés, messages électroniques, SMS, lettres-types, publicités par voie de presse, catalogues, appels téléphoniques, séminaires, présentations, messages radio, messages visiophone, vidéo-texte, téléfax, télévision, avis, panneau publicitaire, affiche, brochure, annonce sur Internet, etc.).

51. Voy. n° 27.

52. *Exposé des motifs, Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 38.

53. Cette exclusion ne figure par contre pas dans la Directive. On peut dès lors s’interroger sur sa conformité à cette dernière. On relèvera par ailleurs qu’il n’existe aucune possibilité d’“opt-in” en cette matière.

2003, à savoir les “ventes publiques organisées périodiquement par l’entreprise de marché d’un marché organisé belge”. Il en résulte que, s’il apparaissait que de telles ventes publiques répondaient aux critères de publicité définis par l’article 3 § 1<sup>er</sup> de la Loi, elles seraient soumises à l’obligation de publier un prospectus.

#### 4.1.2. “Présentant une information suffisante sur les conditions de l’offre et sur les instruments à offrir”

14. Le terme “suffisante” n’a volontairement pas été défini dans la Directive, si bien qu’il est laissé à la libre interprétation de chacun des États membres<sup>54</sup>. Les travaux préparatoires de la Loi précisent à cet égard qu’il suffit “que l’objet de l’offre soit décrit dans ses principales caractéristiques et que le prix de l’offre soit déterminé ou déterminable”<sup>55</sup>, selon les principes du droit civil<sup>56</sup>. En pratique, la question de savoir si une communication donnée présente une information “suffisante” devra être examinée au cas par cas. En tout état de cause, il importe peu que cette communication soit assortie de *disclaimers* précisant qu’elle n’est pas constitutive d’une offre publique si, dans les faits, elle répond à la définition de la Loi: l’élément déterminant de la communication est son contenu, pas sa qualification<sup>57</sup>.

15. *A contrario*, la Loi légalise les communications préalables à une opération “publique”, destinées à mettre le marché “en condition” (“*conditioning the market*”)<sup>58</sup>, pour autant que ces communications ne présentent pas “une information suffisante sur les conditions de l’offre et sur les instruments à offrir” ou qu’elles ne tombent pas sous le prescrit de l’article 64 de la Loi, lequel prohibe les communications “*tendant à offrir des renseignements ou des conseils ou à susciter des demandes de renseignements ou de conseils relatifs à des instruments de placement créés ou non encore créés qui font ou feront l’objet d’une offre en vente ou en souscription, lorsque cette communication émane de celui qui est en mesure d’émettre ou de céder les instruments de placement concernés*”.

16. La Loi précise enfin que ne constitue pas une offre publique le fait, pour un intermédiaire financier établi en Belgique, d’aviser ses clients qui détiennent des actions en compte-titre du lancement d’une offre publique en dehors du territoire belge, lorsque ces mêmes clients bénéficient d’un droit de préférence ou d’un droit similaire dans le cadre de cette offre. La Loi ne précise pas si ces intermédiaires financiers peuvent ou ne peuvent pas percevoir une rémunération pour ce faire<sup>59</sup>. De même, ne constitue pas une offre publique “le seul fait pour l’émetteur desdits instruments de placement d’autoriser les souscriptions par des résidents belges dans le cadre de l’exercice des droits susmentionnés”<sup>60</sup>. L’objectif poursuivi par le législateur est de permettre aux résidents belges d’exercer leurs droits d’actionnaires sans déclencher, dans le chef de l’émetteur ou de l’intermédiaire financier concerné, une obligation de publier un prospectus en Belgique, et ainsi d’éviter l’application de “*selling restrictions*” qui auraient pour effet de pénaliser les résidents belges<sup>61</sup>.

#### 4.1.3. “Visant à mettre un investisseur en mesure de décider d’acheter ou de souscrire ces instruments”

17. L’article 3 § 1<sup>er</sup> de la Loi du 22 avril 2003 assimilait à une offre publique “*toute proposition publique tendant à offrir des renseignements ou conseils ou à susciter la demande de renseignements ou conseils relatifs à des titres créés ou non encore créés qui font ou feront l’objet d’une offre*”. La Loi est beaucoup plus restrictive à cet égard puisqu’elle impose une communication “*visant à mettre un investisseur en mesure de décider d’acheter ou de souscrire ces instruments*”. Pour éviter cependant que certains, jouant sur les mots, ne suscitent de l’intérêt dans le public pour une offre future ou concomitante, afin que celui-ci achète ou souscrive d’initiative les titres concernés sans qu’un prospectus ait été approuvé par la CBFA, le législateur interdit, sous peine de sanctions pénales<sup>62</sup> “*toute communication effectuée sur le territoire belge, à l’attention de plus de cent personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, tendant à offrir des renseignements ou des*”.

<sup>54</sup>. European Commission, *3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records*, p. 3.

<sup>55</sup>. *Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 26.

<sup>56</sup>. L’offre ne doit toutefois pas présenter toutes les caractéristiques d’une offre au sens du droit civil pour présenter un caractère public (voy. G. T’JONCK, “Het koninklijk besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten”, in *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Biblo, 2000, p. 458).

<sup>57</sup>. M. FYON, “La transposition de la directive prospectus: la loi du 16 juin 2006 sur les offres publiques d’instruments de placement et les admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, in *Le nouveau droit des marchés financiers*, Vanham & Vanham, 28 septembre 2006, p. 12.

<sup>58</sup>. On relèvera qu’il s’agit là d’une innovation majeure, qui n’existe d’ailleurs pas aux États-Unis (European Commission, *The proposed prospectus directive – Frequently Asked Questions – 28 September 2001*, p. 10).

<sup>59</sup>. *Contra*: CBFA, *Rapport annuel 2004*, p. 71 (“La Commission a estimé que le fait pour ces intermédiaires d’aviser leur client et de recueillir leurs souscriptions ne suffisait pas à donner un caractère public en Belgique à l’opération, pour autant que ces intermédiaires ne perçoivent pas de rémunération directe ou indirecte de l’offrant ou de l’émetteur en cas de souscription à leurs guichets”).

<sup>60</sup>. Art. 3 § 4 de la Loi.

<sup>61</sup>. *Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 28.

<sup>62</sup>. Art. 69, 9° de la Loi.

conseils ou à susciter des demandes de renseignements ou de conseils relatifs à des instruments de placement créés ou non encore créés qui font ou feront l'objet d'une offre en vente ou en souscription, lorsque cette communication émane de celui qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement concernés ou est effectuée pour son compte"<sup>63</sup>.

18. Comme le prévoyait cependant l'article 3 § 1<sup>er</sup>, 4<sup>o</sup> de la Loi du 22 avril 2003, cette interdiction ne s'applique pas "si ces renseignements ou conseils portent sur des titres qui font ou qui ont fait l'objet d'une offre publique régulière en Belgique", en l'occurrence:

- (i) si l'offre ne présente pas un caractère "public" au sens de l'article 3 § 2 de la Loi;
- (ii) si l'offre peut bénéficier d'une exonération à l'obligation de publier un prospectus en vertu de l'article 18 de la Loi<sup>64</sup>;
- (iii) si un prospectus a été soumis, que ce soit de manière formelle ou informelle, à la CBFA;
- (iv) si un prospectus a été approuvé par une autorité compétente d'un État membre<sup>65</sup> et a été publié en Belgique;
- (v) si cette communication a été dûment approuvée par la CBFA, conformément à l'article 60 de la Loi.

#### 4.1.4. "Qui est faite par la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement ou pour son compte"

19. L'article 3 § 1<sup>er</sup> alinéa 2 de la Loi ajoute qu'est présumée agir pour le compte de la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement concernés "toute personne qui perçoit directement ou indirectement une rémunération ou un avantage à l'occasion de l'offre". Cette exigence, qui ne figure pas dans la Directive mais qui existait déjà dans l'Arrêté, vise à exclure les communications émanant de tiers (journalistes, analystes, conseillers en placement indépendants, etc.)<sup>66</sup>. Elle vise également à permettre à un intermédiaire, qui se contente de com-

muniquer à ses clients des informations relatives à une opération en cours, d'être considéré comme faisant une offre publique. Il est cependant vraisemblable que, dans cette hypothèse, ledit intermédiaire percevra, à tout le moins indirectement, un avantage à l'occasion de l'offre. Il nous semble par conséquent qu'il faut comprendre que, pour que ledit intermédiaire puisse être considéré comme faisant une offre publique, il doit être rémunéré directement par l'offreur ou par l'émetteur<sup>67</sup>.

## 4.2. Les "safe harbour" visés par l'article 3 § 2 de la Loi

20. L'article 3.2. de la Directive exonère un certain nombre d'offres de valeurs mobilières de l'obligation de publier un prospectus, du fait qu'elles ne présentent pas un caractère "public" au sens de la Directive ("safe harbour"). L'article 3 § 2 de la Loi adopte cette même logique puisque, intégrant les cas d'exemption visés par l'article 3.2. de la Directive en lieu et place de ceux qui figuraient autrefois à l'article 2 de l'Arrêté, il précise les critères permettant de considérer qu'une offre ne présente pas un caractère "public"<sup>68</sup>:

### 4.2.1. Les offres adressées uniquement aux investisseurs qualifiés

21. L'un des objectifs de la Directive est "de protéger les investisseurs. Il convient donc de différencier les besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs, notamment en fonction de leur niveau de compétence. Il n'est ainsi pas nécessaire de publier un prospectus en cas d'offre limitée aux investisseurs qualifiés"<sup>69</sup>. La Loi utilise également cette notion d'"investisseurs qualifiés", en lieu et place de celle d'"investisseurs professionnels ou institutionnels" utilisée dans l'Arrêté, ou de "client professionnel" utilisée dans la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 ("MIFID")<sup>70</sup>. Sous

<sup>63</sup>. Art. 64 de la Loi. L'art. 64 al. 2 de la Loi précise, comme le fait l'art. 3 de la Loi, qu'"est présumée agir pour le compte de la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement, toute personne qui perçoit directement ou indirectement une rémunération ou un avantage de cette personne à l'occasion de cette opération".

<sup>64</sup>. Voy. n° 29.

<sup>65</sup>. Dans ce dernier cas de figure, ces communications doivent satisfaire aux règles relatives aux communications, documents et avis relatifs à une offre publique (voy. n° 74).

<sup>66</sup>. Seraient par contre considérés comme des personnes agissant pour le compte de la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement les membres du syndicat de placement, mais également les analystes dépendant de membres du syndicat de placement ou les conseillers en placement rémunérés directement ou indirectement par l'émetteur ou l'offreur à l'occasion de l'opération.

<sup>67</sup>. En ce sens, *Exposé des motifs, Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 27.

<sup>68</sup>. Ces exemptions ne s'appliquent qu'en cas d'"offre". Si une offre qui ne présente pas un caractère "public" au sens de l'art. 3 § 2 de la Loi s'accompagne d'une admission à la négociation sur un marché réglementé, elle requerra néanmoins la publication d'un prospectus en vertu de l'art. 3.3. de la Directive, hormis si elle bénéficie des exemptions visées par l'art. 18 de la Loi (voy. n° 29).

<sup>69</sup>. 16<sup>ème</sup> Considérant de la Directive.

<sup>70</sup>. Selon la Commission, "it is true that the 'qualified investor' definition is narrower than the 'professional investor' definition given by the Commission Communication on the ISD. This is because the 'professional investor' definition of the ISD will have a completely different scope of application covering a multiplicity of financial services and the relations between financial institutions and their customers ('conduct of business rules'). The approach followed by our proposal is similar to the existing definition in Rule 144A of the American Securities and Exchange Commission. The Commission thinks that a consistent definition is necessary in the context of global financial markets" (European Commission, *The proposed prospectus directive – Frequently Asked Questions – 28 September 2001*, p. 9).

ce vocable, la Loi désigne<sup>71</sup>:

- (i) les personnes morales établies en Belgique, agréées ou réglementées en tant qu'opérateurs sur les marchés financiers (établissements de crédit, entreprises d'investissement ou d'assurance, OPC, fonds de pension, intermédiaires en instruments de placement à terme sur matières premières, etc.)<sup>72</sup>;
- (ii) les personnes morales établies en Belgique, non agréées ou non réglementées, dont l'objet social exclusif est l'investissement en instruments de placement<sup>73</sup>;
- (iii) l'État, les régions et les communautés, la Banque Nationale de Belgique et les organisations internationales et supranationales établies en Belgique;
- (iv) les personnes morales établies en Belgique qui, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés, répondent au moins à deux des trois critères suivants: un nombre moyen de salariés d'au moins 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice; un total du bilan supérieur à 43 millions d'euros; un chiffre d'affaires net annuel supérieur à 50 millions d'euros; à défaut<sup>74</sup>, elles doivent avoir expressément demandé à la CBFA d'être considérées comme "investisseurs qualifiés", et s'être faites inscrire sur la liste établie à cet effet par la CBFA<sup>75</sup>;
- (v) les personnes morales ayant leur siège statutaire sur le territoire d'un autre État membre de l'EEE qui sont établies en Belgique<sup>76</sup>, qui ne remplissent pas au moins deux des trois critères visés ci-dessus, et qui sont considérées comme "investisseurs qualifiés" dans cet autre État membre;

- (vi) si le Roi l'autorise<sup>77</sup>, les personnes physiques résidant sur le territoire belge qui ont demandé à la CBFA d'être considérées comme "investisseurs qualifiés"<sup>78</sup>, qui se sont faites inscrire sur la liste établie à cet effet par la CBFA, et qui répondent au moins à deux des trois critères suivants: elles ont effectué au moins dix opérations financières de taille significative par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents<sup>79</sup>; leur portefeuille de valeurs mobilières dépasse 500.000 euros; elles travaillent ou ont travaillé dans le secteur financier pendant au moins un an dans une position professionnelle exigeant une connaissance du placement en valeurs mobilières.

#### 4.2.2. Les offres adressées à moins de cent personnes physiques ou morales

22. Le régime de la Loi est donc plus souple que celui de l'Arrêté<sup>80</sup>, puisqu'il considère que ne présente pas un caractère public toute offre adressée à moins de cent personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés<sup>81</sup>, cette limite de cent étant calculée par État membre. En conséquence, si une offre est adressée simultanément à l'ensemble des investisseurs qualifiés de l'EEE et à 99 investisseurs privés par État membre, elle ne présentera pas de caractère public<sup>82</sup>. Par contre, si l'un de ces investisseurs revend à son tour les instruments de placement à plus de cent investisseurs privés, l'opération requerra la publication d'un prospectus<sup>83,84</sup>. De même, la CBFA pourrait considérer que,

71. Art. 10 de la Loi.

72. Même si la Loi ne le précise pas, contrairement à la réglementation française, luxembourgeoise, néerlandaise ou anglaise, il semble que l'intermédiaire financier agissant pour le compte de ses clients dans le cadre d'un mandat de gestion discrétionnaire, peut être considéré comme "investisseur qualifié", tout en étant considéré comme n'effectuant pas lui-même une offre publique vis-à-vis de ses clients (J. FRANTZEN, *ibid.*, p. 15). On relèvera par ailleurs que la proposition initiale de Directive ajoutait "agissant pour leur propre compte", comme le faisait autrefois l'Arrêté, et que ces mots ont été expressément retirés dans le texte tel qu'il a finalement été adopté.

73. Il est ainsi permis de bénéficier du "safe harbour" en constituant en Belgique un véhicule *ad hoc* ("Special Purpose Vehicle" ou "SPV"), dont l'objet social exclusif est l'investissement en instruments de placement.

74. Cette dernière extension doit faire l'objet d'un arrêté royal (art. 10 § 2 de la Loi), lequel a été adopté le 26 septembre 2006 (arrêté royal portant extension de la notion d'investisseurs qualifiés et de la notion d'investisseurs institutionnels ou professionnels, *Mon. b.* 6 octobre 2006, pp. 53.583 et s.).

75. Ce registre, intitulé "registre des personnes morales inscrites comme investisseurs qualifiés et comme investisseurs institutionnels ou professionnels", est rendu public par la CBFA sur son site internet (voy. [http://www.cbfa.be/fr/oa/ug/reg/html/reg1\\_li.asp](http://www.cbfa.be/fr/oa/ug/reg/html/reg1_li.asp)), étant entendu qu'il ne peut être consulté qu'aux seules fins de l'identification des investisseurs reconnus comme investisseurs qualifiés pour l'application de la Loi (art. 10 de l'arrêté royal précité). La Loi répond ainsi aux préoccupations de la Commission, selon laquelle ce registre doit être accessible aux émetteurs et aux intermédiaires financiers (European Commission, *4th Informal Meeting on Prospectus Transposition – 8 March 2005 – Summary Records*, p. 2).

76. Ces personnes morales ne peuvent donc, pour bénéficier de ce "safe harbour", agir en Belgique sous le régime de la libre prestation de service.

77. Art. 10 § 2 de la Loi.

78. Comme le précise l'art. 2 § 1<sup>er</sup>, e), iv) et v) de la Directive, ces personnes ne seront considérées comme "investisseurs qualifiés" que pour ce qui concerne les opérations qui se déroulent sur le territoire belge. Elles ne seront considérées comme telles par les autres États membres que "sous réserve de reconnaissance mutuelle" (*Exposé des motifs, Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 34).

79. Le terme "significative" est laissé à la libre interprétation de chacun des États membres (European Commission, *3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records*, p. 4).

80. L'Arrêté prévoyait quant à lui qu'étaient considérées comme "publiques" les offres adressées à plus de 50 personnes en Belgique, autres que des "investisseurs professionnels ou institutionnels".

81. Pour le calcul de la limite de 100 investisseurs, il ne faut pas faire de distinction entre les personnes qui sont déjà actionnaires et celles qui ne le sont pas encore (Cass. 29 mars 1983, *R.D.C.* 1984, p. 192).

82. "Une société pourra, compte tenu de la multiplication du nombre de ces États, voir son actionariat largement réparti tout en conservant le bénéfice de l'exemption" (J. FRANTZEN, *ibid.*, p. 16).

83. Voy. Cass. comm. fr. 18 février 2004, cité dans H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE, "Chronique financière et boursière", *Banque & Droit* 2004, n° 95, p. 29.

84. Par contre, les reventes par un investisseur qualifié à un autre investisseur qualifié sont libres: "in such a case the Commission proposal does not require a prospectus to be published. Under US rules mandatory registration and a simplified disclosure document are required" (European Commission, *The proposed prospectus directive – Frequently Asked Questions – 28 September 2001*, p. 9).

même si ces instruments de placement sont revendus à moins de cent investisseurs privés, l'opération a pour finalité de contourner le prescrit légal, et imposer la publication d'un prospectus<sup>85</sup>. Pour répondre aux interrogations de la doctrine, les travaux préparatoires précisent cependant que le terme "revente" ne vise pas "le cas où il y a prise ferme d'instruments de placement par des intermédiaires financiers dans le cadre d'une offre publique. De manière générale, ne sont pas ici visées les techniques de placement des offres publiques dans le cadre desquelles des intermédiaires financiers interviennent pour le compte de l'émetteur ou de l'offreur"<sup>86</sup>.

#### 4.2.3. Les offres qui requièrent une contrepartie d'au moins 50.000 euros par investisseur

23. La Loi exonère également de l'obligation de publier un prospectus les offres qui requièrent une contrepartie d'au moins 50.000 euros par investisseur, cette limite de 50.000 euros étant considérée par offre distincte. Ce faisant, la Directive et la Loi assouplissent également considérablement le régime de l'Arrêté, qui exigeait une contrepartie minimale de 250.000 euros par investisseur. Il implique que les attributions à titre gratuit d'instruments de placement<sup>87</sup> ne constituent pas des offres<sup>88</sup>. L'article 73 impose néanmoins, si de telles attributions présentent les attributs d'une offre publique au sens des articles 3 § 1<sup>er</sup> et 3 § 2 de la Loi, qu'il soit mis à la disposition des bénéficiaires un document "contenant des informations sur le nombre et la nature des-

*aits instruments, ainsi que sur les raisons et les modalités de leur attribution*", établi dans l'une des langues nationales ou en anglais<sup>89</sup>.

#### 4.2.4. Les offres dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50.000 euros

24. Pour calculer ce montant, il faut prendre en considération le prix de souscription ou d'achat des instruments offerts. Ainsi, lorsque l'offre porte sur des options ou des warrants, il faut retenir le prix d'acquisition des options ou warrants, et pas leur prix d'exercice<sup>90</sup>.

#### 4.2.5. Les offres dont le montant total est inférieur à 100.000 euros

25. La Loi précise utilement que cette exemption ne vise pas les contrats à terme, dans la mesure où ceux-ci ne nécessitent en principe pas le paiement d'un prix d'acquisition ou d'un prix de souscription par l'investisseur au moment où est réalisée l'offre. La Loi précise par ailleurs que, lorsque des instruments de placement sont émis de manière continue<sup>91</sup>, ce seuil doit être calculé sur une période de douze mois, étant entendu que si une offre est artificiellement scindée en plusieurs offres distinctes pour échapper au prescrit de l'article 3 de la Loi, la CBFA pourra additionner les montants des offres apparemment distinctes.

## 5. LA COTATION DIRECTE D'INSTRUMENTS DE PLACEMENT SUR UN MARCHÉ NON RÉGLEMENTÉ

26. Si une offre est adressée uniquement à des investisseurs qualifiés, et bénéficie de ce fait d'une exemption à l'obligation de publier un prospectus, "la revente ultérieure de ces valeurs ou leur vente directe au public par voie d'admission à la négociation sur un marché réglementé exige, en revanche, la publication d'un prospectus"<sup>92</sup>. La cotation "directe" de valeurs mobilières sur un marché réglementé requiert en effet la publication d'un prospectus, en vertu de l'article 3.3 de la Directive et de l'article 20 de la

Loi, et ceci même si l'opération ne s'accompagne pas d'une offre au public d'instruments de placements, ou s'accompagne d'une offre d'instruments de placements réservées à des "investisseurs qualifiés".

27. Rien ne permet par contre de penser qu'une telle règle soit transposable aux marchés non réglementés, la Loi ne considérant plus l'admission d'instruments de placement sur de tels marchés comme une offre publique au sens de la Loi,

<sup>85</sup>. European Commission, *4th Informal Meeting on Prospectus Transposition – 8 March 2005 – Summary Records*, pp. 2 et 3.

<sup>86</sup>. *Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 28.

<sup>87</sup>. Il peut s'agir notamment d'attributions gratuites d'actions aux actionnaires existants, de distributions de dividendes sous la forme d'actions ou d'attributions gratuites de warrants ou de contrats d'option sur actions à des membres du personnel.

<sup>88</sup>. Art. 3 § 3 de la Loi. Ceci découle également de la définition d'"offre publique", qui parle d'"acheter" ou de "souscrire", ce qui suppose l'existence d'un prix (B. CLERCKX, "Introduction à la nouvelle loi relative aux offres publiques", in *Nieuwe regels inzake openbaar aanbod en prospectus – De omzetting in Belgisch recht van de Prospectusrichtlijn*, Vanden Broele Uitgeverij, 26 septembre 2006, p. 5).

<sup>89</sup>. Ce document ne doit pas être soumis à l'approbation de la CBFA.

<sup>90</sup>. *Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 29.

<sup>91</sup>. Sont considérés comme des "instruments de placement émis de manière continue ou répétée" les instruments de placement appartenant à un même type ou à une même catégorie, émis au robinet ou au moins à deux reprises distinctes sur une période de douze mois (art. 12, 2<sup>o</sup> de la Loi). Peuvent donc être considérés comme des instruments de placement émis de manière continue ou répétée des instruments présentant "des caractéristiques différentes, notamment en ce qui concerne le rang, les types de sous-jacents ou la base de calcul du remboursement ou du coupon" (13<sup>ème</sup> Considérant de la Directive).

<sup>92</sup>. 16<sup>ème</sup> Considérant de la Directive.

contrairement à ce que prévoyait l'article 3 § 1<sup>er</sup>, 3<sup>o</sup> de la Loi du 22 avril 2003. Le législateur a en effet estimé qu'à défaut, il déforçerait "la position concurrentielle de la place financière belge au niveau européen et au sein d'Euronext en particulier. En effet, plusieurs États membres, dont la France et les Pays-Bas, n'exigent pas de prospectus pour les admissions sur ce type de marché"<sup>93</sup>. Il a par ailleurs relevé que ces marchés n'étaient "de toute façon pas soumis aux obligations légales en matière d'informations périodiques et occasionnelles"<sup>94</sup>. Il a cependant ajouté d'emblée qu'"il va de soi que si l'admission des instruments de placement s'accompagne d'une offre publique, la publication d'un prospectus d'offre publique sera requise"<sup>95</sup>.

**28.** En conséquence, si une offre d'instruments de placement était adressée uniquement à des investisseurs qualifiés, et était immédiatement suivie d'une demande d'admission de ces instruments sur un marché non réglementé tel qu'Alternext ou le Marché Libre, l'opération pourrait échapper à l'obligation de publier un prospectus<sup>96</sup>. Différents arguments plaident cependant, selon nous, en faveur d'un recours à un prospectus dans cette hypothèse<sup>97</sup>:

- s'il apparaissait que l'opération avait en réalité pour finalité de procéder à une offre publique "déguisée" ou que, nonobstant le fait, l'opération doive en principe répondre aux critères visés par l'article 3 § 2 de la Loi, des instruments de placement étaient *de facto* placés dans le public auprès de plus de 100 investisseurs "non qualifiés", l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation pourraient être passibles de sanctions pénales, sur pied de l'article 69, 2<sup>o</sup> de la Loi. On soulignera en outre, comme l'a rappelé la CBFA, que "les obligations en matière de contrôle des opérations financières sont d'ordre public et leur non respect peut selon le cas faire l'objet de sanctions pénales ou administratives. Leur non respect peut également entraîner des effets civils quant à la validité des opérations effectuées"<sup>98</sup>;
- même dans le cadre de telles opérations, il est fréquent que l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite

l'admission à la négociation prépare un "offering circular", dont il assume la responsabilité. Or la mission des autorités de contrôle est de veiller à ce que le prospectus contienne toutes les informations nécessaires pour permettre aux investisseurs de prendre une décision en connaissance de cause. Le fait que des autorités de contrôle aient approuvé le prospectus permet donc, au moins partiellement, de couvrir la responsabilité de l'auteur du prospectus puisque, ce faisant, ces mêmes autorités de contrôle attestent que le prospectus contient bien "toutes les informations nécessaires pour permettre aux investisseurs de prendre une décision en connaissance de cause", comme le prévoit l'article 5.1. de la Directive;

- l'article 3 § 2 alinéa 2 de la Loi précise que, lorsque des instruments de placement ont été acquis dans le cadre d'un placement privé, et sont par la suite revendus, il convient d'apprécier si cette revente constitue ou non une offre publique à la lumière de la définition visée à l'article 3 § 1<sup>er</sup> de la Loi et des critères de publicité des offres visés à l'article 3 § 2 de la Loi<sup>99</sup>. En conséquence, s'il apparaissait que l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation procédait à "une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les instruments de placement à offrir", il y aurait offre publique au sens de l'article 3 § 1<sup>er</sup> de la Loi. Inversement, si un prospectus est approuvé par la CBFA, les communications, documents et avis se rapportant à l'opération peuvent être diffusés par quelque moyen que ce soit (imprimés, messages électroniques, SMS, lettres-types, publicités par voie de presse, catalogues, appels téléphoniques, séminaires, présentations, messages radio, messages visiophone, vidéo-texte, fax, télévision, avis, panneau publicitaire, affiche, brochure, annonce sur Internet, etc.)<sup>100</sup>;
- par souci de sécurité juridique, les marchés non réglementés concernés pourraient être tentés de "cloisonner" les titres des sociétés qui ont procédé à une cotation

<sup>93</sup>. Rapport fait au nom de la Commission des finances et du budget par M. Luk Van Biesen, *Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 7.

<sup>94</sup>. *Ibid.*

<sup>95</sup>. *Ibid.*

<sup>96</sup>. On relèvera *a contrario* qu'en matière d'OPC, l'art. 97 de la Loi du 20 juillet 2004, tel que modifié par l'art. 112 de la Loi, dispose que "en cas d'admission à la négociation sur un marché organisé qui est accessible au public des parts d'un organisme de placement collectif à nombre variable de parts institutionnel ou lorsque les parts d'un tel organisme de placement collectif se trouvent être détenues, suite à l'entremise de tiers, par des investisseurs autres que des investisseurs institutionnels ou professionnels, il n'est pas porté atteinte au caractère institutionnel de l'organisme de placement collectif pour autant que celui-ci prenne des mesures adéquates pour garantir la qualité d'investisseurs institutionnels ou professionnels de ses participants et qu'il ne contribue pas ou ne favorise pas la détention de ses parts par des investisseurs autres que des investisseurs institutionnels ou professionnels".

<sup>97</sup>. Pour ce faire, la Loi ne prévoyant pas de mécanisme d'"opt-in", il suffirait selon nous que la personne qui sollicite l'admission à la négociation procède à des communications publiques visées par l'art. 3 de la Loi.

<sup>98</sup>. CBFA, *Rapport annuel 2004*, p. 70.

<sup>99</sup>. "The Commission recalled that each occasion on which such securities were offered for resale should be treated as a new offer of those securities, and analysed against the relevant provisions of the directive to determine whether it constitutes an offer of securities to the public which requires the publication of a prospectus. It is a matter of regulatory supervision to prevent the misuse of the exemption" (European Commission, *4th Informal Meeting on Prospectus Transposition – 8 March 2005 – Summary Records*, p. 2).

<sup>100</sup>. Art. 34 du Règlement.

directe, de manière à ce que ne puissent y avoir accès que des investisseurs “qualifiés”<sup>101</sup>, ce qui ne devrait pas manquer d’avoir un impact important sur la liquidité de ces mêmes marchés. Ceci est en particulier vrai pour Alternext<sup>102</sup>, qui impose précisément des obligations en matière d’information occasionnelle et périodique<sup>103</sup>. Le Roi pourrait également, si la protection des

investisseurs l’exigeait<sup>104</sup>, rendre applicables certaines dispositions de la Loi à certaines opérations non visées par la Loi, notamment les admissions d’instruments de placement sur certains marchés belges ou étrangers<sup>105</sup> non réglementés<sup>106</sup>, même s’il est peu vraisemblable qu’il en fasse ainsi<sup>107</sup>, et qu’en tout état de cause, une telle mesure ne pourrait avoir d’effet rétroactif<sup>108</sup>.

## 6. LES OFFRES PUBLIQUES ET LES ADMISSIONS À LA NÉGOCIATION EXEMPTÉES

29. L’article 18 de la Loi exonère de l’obligation de publier un prospectus<sup>109</sup> certains types d’offres publiques et certains types d’admission à la négociation sur un marché réglementé, que celles-ci soient des opérations “harmonisées” ou “non harmonisées”, et notamment:

- l’offre publique de parts de sociétés coopératives agréées en vertu de l’article 5 de la loi du 20 juillet 1955 portant institution du Conseil national de la Coopération, si l’acquisition ou la possession de ces parts constitue pour leurs titulaires la condition requise pour qu’ils puissent bénéficier des services rendus par ces sociétés coopératives. Cette exemption figurait déjà dans la Loi du 22 avril 2003<sup>110</sup>. Elle ne figure par contre pas dans la Directive. Elle ne vaut par conséquent que pour autant que le montant total de l’offre soit inférieur à 2.500.000 euros;
- l’offre publique d’actions émises en substitution d’actions de même catégorie déjà émises, pour autant que l’émission de ces nouvelles actions n’entraîne d’augmentation du capital souscrit, et l’admission à la

négociation d’actions résultant de la conversion ou de l’échange d’autres valeurs mobilières, ou de l’exercice des droits conférés par d’autres valeurs mobilières, pour autant que ces actions soient de la même catégorie que celles déjà admises à la négociation sur ce même marché réglementé;

- l’admission à la négociation d’actions représentant, sur une période de douze mois, moins de 10% du nombre d’actions de même catégorie déjà admises sur ce marché;
- l’offre publique et l’admission à la négociation d’instruments de placement offerts dans le cadre d’une offre publique d’échange, ou l’offre publique et l’admission à la négociation de valeurs mobilières attribuées dans le cadre d’une fusion ou en contrepartie d’apports en nature, pour autant que des informations considérées par la CBFA comme équivalentes à celles que doit contenir un prospectus soient mises à la disposition des personnes intéressées<sup>111</sup>. La CBFA est habilitée, en vertu de l’article 18 § 3 de la Loi, à préciser par voie de règlement la nature de ces informations<sup>112</sup>;

<sup>101</sup>. Il leur suffirait d’imposer à leurs membres de vérifier la qualité d’“investisseur qualifié” de tout investisseur qui souhaite acquérir les titres admis aux négociations sur de tels segments.

<sup>102</sup>. On observera qu’en France, les Règles d’Alternext prévoient déjà que les titres des sociétés qui ont fait l’objet d’une cotation directe sont négociés sur un segment particulier, intitulé “EA”, sur lequel ne peuvent en principe opérer que les investisseurs “qualifiés” au sens de la loi française (voy. annexe 4 aux Règles d’Alternext).

<sup>103</sup>. Chapitre 4 des Règles d’Alternext.

<sup>104</sup>. Cette habilitation vise à permettre de “s’adapter à l’évolution internationale en la matière” (*Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 4).

<sup>105</sup>. Dans l’hypothèse d’une admission à la négociation d’instruments de placement sur un marché étranger, le Roi ne peut légiférer que pour les seules sociétés ayant leur siège statutaire sur le territoire belge, si ces instruments de placement ne sont pas par ailleurs admis sur un marché réglementé belge (art. 15 § 3 de la Loi).

<sup>106</sup>. On relèvera toutefois que cette habilitation ne vise en principe que des marchés réglementés accessibles au public qui seraient “*mis en place à l’avenir pour lesquels la publication d’un prospectus serait souhaitable pour des motifs de protection des investisseurs*” (Rapport fait au nom de la Commission des finances et du budget par M. Luk Van Biesen, *Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 7).

<sup>107</sup>. “*En effet, plusieurs États membres, dont la France et les Pays-Bas, n’exigent pas de prospectus pour les admissions sur des marchés non réglementés*” (*Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 14).

<sup>108</sup>. Pour s’en convaincre, on observera que le législateur a habilité le Roi à “réglementer” ces marchés, qu’ils concernent les émetteurs (notamment en matière d’informations à fournir au public), les intermédiaires financiers (notamment en matière de conservation des données relatives aux transactions) ou les détenteurs de participations importantes (obligations de déclaration). “*Dans l’exercice de l’habilitation qui Lui est accordée par le présent article, le Roi peut, le cas échéant, arrêter des règles pour certains types de marchés ou pour des marchés individuels qu’Il désigne*” (art. 15 de la Loi du 2 août 2002, modifié par l’art. 78 de la Loi).

<sup>109</sup>. La Commission a estimé nécessaire de rappeler que “*issuers are not obliged to draft a prospectus and to file it with the Competent Authority if there is no obligation to publish it by virtue of an exemption under this Article*” (European Commission, *4th Informal Meeting on Prospectus Transposition – 8 March 2005 – Summary Records*, p. 3).

<sup>110</sup>. Art. 10, 1° de la Loi du 22 avril 2003.

<sup>111</sup>. Ces informations ne bénéficient pas du passeport européen (European Commission, *ibid.*, p. 3).

<sup>112</sup>. Soulignons toutefois que “*the document which must be made available as a condition of those exemptions is not a prospectus, and is not therefore expected to contain all of the information which is required to be included in a prospectus*” (European Commission, *3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records*, p. 5).

- l'offre publique et l'admission à la négociation de valeurs mobilières offertes aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants<sup>113</sup>, par leur employeur ou par une société liée, si les valeurs mobilières émises par ce même employeur sont déjà admises à la négociation sur un marché réglementé situé dans l'EEE<sup>114</sup>, pour autant qu'un document<sup>115</sup> contenant des informations sur le nombre et la nature des valeurs mobilières offertes, ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés conformément à l'article 21 de la Loi<sup>116</sup>;
- l'offre publique de valeurs mobilières aux travailleurs en exécution de plans de participation visés par la loi du 22 mai 2001 relative aux régimes de participation des travailleurs au capital et aux bénéficiaires des sociétés, si le montant de l'offre ne dépasse pas 2.500.000 euros, cette exemption ne figurant pas dans la Directive;
- l'admission à la négociation de valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un autre marché réglementé situé dans l'EEE ("*dual listing*"), à condition que (i) ces valeurs mobilières aient été admises à la négociation sur cet autre marché réglementé depuis plus de dix-huit mois; (ii) qu'un prospectus ait été établi conformément aux exigences de la Directive ou, avant l'entrée en vigueur de celle-ci, de la Directive 80/390/CE ou 2001/34/CE; (iii) que les obligations relatives à la négociation sur cet autre marché aient été remplies; et (iv) que la personne qui sollicite l'admission mette à la disposition du public un document qui expose, dans un langage non technique, les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières, les principaux risques présentés par ceux-ci, et l'endroit où sont disponibles les informations financières publiées par l'émetteur<sup>117</sup>.

30. L'article 19 de la Loi autorise par ailleurs le Roi à prévoir, pour les seules opérations non harmonisées par la Directive, des cas dans lesquels une dispense totale ou partielle de l'obligation de publier un prospectus peut être accordée par la CBFA. C'est sur base d'une disposition similaire contenue dans l'Arrêté Royal n° 185<sup>118</sup> et dans la Loi du 22 avril 2003<sup>119</sup> qu'avaient été prévus divers cas de dispenses de prospectus, aux termes des arrêtés royaux du 18 septembre 1990 relatif au prospectus à publier pour l'inscription de valeurs mobilières au premier marché d'une bourse de valeurs mobilières (ci-après l'"*Arrêté Royal du 18 septembre 1990*") et du 31 octobre 1991 relatif au prospectus à publier en cas d'émission publique de titres et valeurs (ci-après l'"*Arrêté Royal du 31 octobre 1991*").

31. L'Arrêté Royal du 18 septembre 1990 a *de facto* été abrogé suite à l'adoption de la Loi, celui-ci réglementant des opérations "harmonisées". Par contre, les dispositions de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991 qui ne contreviennent pas aux dispositions de la Loi restent d'application<sup>120</sup>, en particulier certains cas de dispense de prospectus, tels que celui visé par l'article 10, c), à savoir les offres publiques "*de titres et valeurs offerts par l'employeur, ou par une entreprise liée, aux membres actuels ou anciens du personnel ou à leur profit*". Pourraient donc échapper à l'obligation de publier un prospectus de telles offres d'instruments de placement si ces derniers ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé et si l'offre est comprise entre un montant total de 100.000 euros<sup>121</sup> et de 2.499.999 euros. Il est cependant vraisemblable que cet arrêté sera profondément remanié dans les mois à venir.

<sup>113</sup>. Ces valeurs mobilières peuvent être soit des valeurs mobilières émises par l'émetteur lui-même et admises à la négociation sur un marché réglementé situé dans l'EEE (art. 18 § 1<sup>er</sup>, f) de la Loi), soit des valeurs mobilières émises par une société liée à l'émetteur, pour autant que ces dernières soient "de la même catégorie" que celles déjà admises à la négociation sur un marché réglementé situé dans l'EEE (art. 18 § 1<sup>er</sup>, g) de la Loi).

<sup>114</sup>. Si ces valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché situé en dehors de l'EEE, de fonctionnement régulier, accessible au public et dans le cadre duquel les exigences en matière d'information imposées aux émetteurs sont équivalentes à celles qui sont applicables sur les marchés réglementés situés dans l'EEE, cette exemption ne vaut que si l'offre est d'un montant total inférieur à 2.500.000 euros (art. 18 § 1<sup>er</sup>, h) de la Loi), cette dérogation ne figurant pas dans la Directive. L'objectif de cette dérogation est de "*permettre à des sociétés cotées, par exemple, sur le NYSE d'offrir des actions au personnel de leurs filiales belges sans devoir publier de prospectus.*" (*Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 42*).

<sup>115</sup>. Ce document ne bénéficie pas du passeport européen (European Commission, *4th Informal Meeting on Prospectus Transposition – 8 March 2005 – Summary Records*, p. 3).

<sup>116</sup>. "*A Member State cannot impose additional requirements in relation to the contents of these documents as a condition of the exemptions from the obligation to publish a prospectus. However, this would not prevent Member States from regulating, for example, the contents of a document which is required to be produced in connection with an offer of shares under an employee share scheme, under national rules relating to employee share schemes.*" (European Commission, *3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records*, p. 6).

<sup>117</sup>. La vérification du respect de ces conditions incombe à l'émetteur ou à la personne qui sollicite l'admission à la négociation, et pas à la CBFA ou au marché réglementé concerné (European Commission, *ibid.*, p. 7).

<sup>118</sup>. Voy. art. 29bis de l'Arrêté Royal n° 185.

<sup>119</sup>. Voy. art. 19, 2° de la Loi du 22 avril 2003.

<sup>120</sup>. Les arrêtés pris en exécution d'une disposition légale abrogée restent d'application pour autant qu'une nouvelle loi reprenne la substance de la disposition abrogée sans y apporter de modifications fondamentales (Cass. 15 octobre 1973, *Pas.* 1974, I, p. 165; Cass. 24 janvier 1966, *Pas.* 1966, I, p. 664).

<sup>121</sup>. Auquel cas l'offre ne revêt pas un caractère public aux termes de l'art. 3 § 2, e) de la Loi.

## 7. LES RÈGLES EN MATIÈRE DE PROSPECTUS APPLICABLES AUX OPÉRATIONS “HARMONISÉES”

32. Comme indiqué précédemment, la Loi désigne par opération “harmonisée” toute offre publique de valeurs mobilières d’un montant total supérieur ou égal à 2.500.000 euros, et toute admission à la négociation de valeurs mobilières sur un ou plusieurs marchés réglementés situés dans l’EEE. Étant toutefois entendu que le législateur belge n’est compétent pour réglementer de telles opérations que si celles-ci ont lieu sur le territoire belge (7.2.), si, bien que celles-ci ne s’y déroulent pas, la CBFA est l’autorité compétente pour approuver le prospectus (7.3.), ou si cette approbation a été déléguée à la CBFA (7.4.).

### 7.1. Le concept d’État membre d’origine

33. L’article 7 de la Loi définit les règles permettant de déterminer l’“État membre d’origine”, soit l’État dont l’autorité compétente est chargée d’approuver le prospectus dans le cas d’opérations “harmonisées”<sup>122</sup>, ou d’apprécier dans quelle mesure l’offre présente ou ne présente pas un caractère “public”<sup>123</sup>. Le choix de l’État membre d’origine n’est donc plus, sauf exceptions, laissé à la libre appréciation des parties, comme c’était parfois le cas sous le régime des Directives 2001/34/CE et 89/298/CEE. La logique territoriale qui prévalait dans la Loi du 22 avril 2003 disparaît donc au profit d’un régime “extra territorial”, la CBFA pouvant être amenée à approuver le prospectus relatif à une opération effectuée exclusivement en dehors du territoire belge, ou inversement à ne plus approuver le prospectus relatif à une opération effectuée sur le territoire belge par un émetteur de droit belge<sup>124</sup>.

34. Pour déterminer cet État membre d’origine, il est nécessaire d’apprécier la nature des instruments de place-

ment visés pour une opération donnée<sup>125</sup>, lesquels peuvent, selon le cas, être des valeurs mobilières de “type A” ou des valeurs mobilières de “type B”:

#### 7.1.1. Les valeurs mobilières de “type A” ou de “type B”

35. Par valeurs mobilières de “type A”, la Loi désigne en son article 7 § 2, 1°:

- *les titres de capital*, soit des actions ou d’autres valeurs mobilières assimilables à des actions, ainsi que toutes valeurs mobilières conférant le droit de les acquérir à la suite d’une conversion ou de l’exercice de ce droit, ces dernières n’étant considérées comme “titres de capital” que si elles sont émises par l’émetteur des actions sous-jacentes ou par une entité appartenant à son groupe; ou
- *les titres autres que de capital*, soit toutes les valeurs mobilières qui ne sont pas des titres de capital au sens de la Loi, pour autant que leur valeur nominale unitaire soit inférieure à 1.000 euros<sup>126,127</sup> ou qu’ils ne donnent pas à leur titulaire le droit d’acquérir tout titre transférable ou de recevoir un montant en espèces à la suite de la conversion de ces titres ou de l’exercice des droits conférés par eux.

36. Par valeurs mobilières de “type B”, il faut entendre les titres autres que de capital qui ne rentrent pas dans la catégorie des valeurs mobilières de “type A”<sup>128</sup>, soit:

- les titres autres que de capital d’une valeur nominale unitaire supérieure ou égale à 1.000 euros; ou

<sup>122</sup> L’État membre d’origine d’un émetteur peut donc varier d’une opération à l’autre qu’un émetteur réaliserait.

<sup>123</sup> Ce sont par contre les autorités compétentes de chacun des États membres d’accueil qui doivent examiner les autres cas d’exemption visés par l’art. 4 de la Directive, et donc notamment vérifier *ex ante* si, en cas d’offre publique d’acquisition par voie d’offre publique d’échange, un document contenant des informations considérées comme équivalentes à celles que doit contenir le prospectus soit disponible, ou *ex post* si les actions offertes représentent, sur une période de douze mois, moins de 10% du nombre d’actions de même catégorie déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé (voy. n° 29). “*If an offer using one of these exemptions takes place in more than one Member State, then more than one competent authorities will need to take a view about whether the document is equivalent. Such duplication of effort, and the potential for different views, are undesirable, but can be dealt with by supervisory cooperation*” (European Commission, 3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records, p. 6).

<sup>124</sup> Cette logique territoriale subsiste dans le cadre du régime “non harmonisé”. Ainsi, une opération “non harmonisée” réalisée par un émetteur belge sur le territoire d’un autre État membre sera régie par le droit de cet État membre, hormis en cas d’“opt-in” (voy. n° 7).

<sup>125</sup> Un même émetteur qui réaliserait plusieurs opérations de nature différente pourrait par conséquent dépendre, pour chacune d’entre elles, d’une autorité compétente différente.

<sup>126</sup> La valeur unitaire de ces titres autres que de capital doit être appréciée au moment du dépôt du dossier en vue d’obtenir l’approbation du prospectus, et pas, comme le laisse sous-entendre l’art. 7 § 3 de la Loi, “*au moment de l’offre ou de l’admission*”. À défaut, comme le soulignent les travaux préparatoires de la Loi, les émetteurs pourraient être “*contraints de changer d’autorité compétente in extremis*” (Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 33), par exemple en cas de fluctuation des cours desdites valeurs mobilières sur un marché financier situé hors de l’EEE. Voy. en ce sens, CESR, *ibid.*, p. 7.

<sup>127</sup> Lorsque les valeurs mobilières sont émises dans une devise autre que l’euro, ce seuil de 1.000 euros est considéré comme atteint si la valeur nominale desdites valeurs mobilières est “presque équivalente” à 1.000 euros. L’objectif de cette nuance est, une nouvelle fois, d’éviter qu’en cas de fluctuation des taux de change, les émetteurs ne soient contraints de changer d’autorité compétente entre le moment du dépôt du dossier en vue d’obtenir l’approbation du prospectus et le moment de l’offre ou de l’admission à la négociation.

<sup>128</sup> “*Le partage retenu permettra aux émetteurs de titres de créance de continuer à bénéficier des facilités offertes par les places de Londres et Luxembourg, tout en assurant, pour les titres de capital, un contrôle de l’autorité de l’État du siège de l’émetteur*” (J. FRANTZEN, *ibid.*, p. 5).

- les titres autres que de capital qui donnent à leur titulaire le droit d’acquérir tout titre transférable ou de recevoir un montant en espèces à la suite de la conversion de ces titres ou de l’exercice des droits conférés par eux<sup>129</sup>, ces derniers n’étant toutefois considérés comme de “type B” que s’ils ne sont pas émis par l’émetteur des actions sous-jacentes ou par une entité appartenant à son groupe<sup>130</sup>.

### 7.1.2. La détermination de l’État membre d’origine

37. Pour déterminer l’État membre d’origine, la Loi distingue selon que l’émetteur a émis des valeurs mobilières de “type A” ou de “type B”, et selon que l’émetteur possède ou non son siège statutaire dans l’EEE:

- si l’émetteur a émis des valeurs mobilières de “type A” et possède son siège statutaire dans l’EEE, l’État membre d’origine est l’État membre où l’émetteur possède son siège statutaire, et ce quel que soit l’État membre dans lequel l’offre ou l’admission a lieu. Si le siège de l’émetteur est situé hors de l’EEE, l’émetteur<sup>131</sup>, l’offreur ou la personne qui sollicite l’admission à la négociation desdites valeurs mobilières a la possibilité de choisir son État membre d’origine, lequel peut être:
  - soit l’État membre où les valeurs mobilières de “type A” ont pour la première fois fait l’objet d’une offre publique dans l’EEE après la date d’entrée en vigueur de la Directive, soit le 31 décembre 2003;
  - soit l’État membre où les valeurs mobilières de “type A” ont été pour la première fois admises à la négociation sur un marché réglementé situé dans l’EEE après la date d’entrée en vigueur de la Directive<sup>132</sup>;

- si l’émetteur a émis des valeurs mobilières de “type B”, l’émetteur, l’offreur ou la personne qui sollicite l’admission à la négociation de ces valeurs mobilières a également la possibilité exorbitante de choisir l’autorité compétente chargée d’approuver le prospectus relatif à l’opération, ainsi que le régime linguistique qui en découle, l’État membre d’origine pouvant être, au choix de ces derniers:
  - soit l’État membre où l’émetteur possède son siège statutaire, si celui-ci se situe dans l’EEE;
  - soit l’État membre où les valeurs mobilières de “type B” ont été ou seront admises à la négociation sur un marché réglementé situé dans l’EEE;
  - soit l’État membre où les valeurs mobilières de “type B” font l’objet d’une offre publique dans l’EEE<sup>133</sup>.

## 7.2. Les règles applicables aux prospectus devant être approuvés par la CBFA

38. Lorsque la Belgique est l’État membre d’origine et qu’un prospectus doit être publié en vertu de la Loi ou de la législation de l’État membre dans lequel l’offre ou l’admission a lieu, l’article 23 de la Loi précise que ce prospectus “ne peut être publié qu’après son approbation par la CBFA”<sup>134</sup>, cette dernière étant l’autorité compétente en Belgique.

### 7.2.1. La portée communautaire du prospectus

39. Tout prospectus approuvé par la CBFA conformément aux règles relatives aux opérations “harmonisées” bénéficiera *de facto* “de la portée communautaire de l’approbation du prospectus”<sup>135</sup>, ce qui signifie que, si l’opération a lieu

<sup>129</sup>. L’art. 2, 1<sup>o</sup>, m), ii) de la Directive a selon nous été erronément transposé en droit belge, l’art. 7 § 2, 2<sup>o</sup> de la Loi désignant comme “valeurs mobilières de type B” “les titres autres que de capital d’une valeur nominale inférieure à 1.000 euros donnant droit d’acquérir toute valeur mobilière ou de recevoir un montant en espèces à la suite de leur conversion ou de l’exercice des droits conférés par eux” alors que la Directive vise “toute émission de titres autres que de capital donnant droit à acquérir tout titre transférable ou à recevoir un montant en espèces à la suite de la conversion de ces titres ou de l’exercice des droits conférés par eux”.

<sup>130</sup>. Cette dernière précision, qui figure à l’art. 2, 1<sup>o</sup>, m), ii) de la Directive, a été omise à l’art. 7 § 2, 2<sup>o</sup> de la Loi. Comme le prévoit cependant l’art. 2, 1<sup>o</sup>, m), i) de la Directive, doivent être considérées comme des valeurs mobilières de “type A”, les “valeurs mobilières non mentionnées au point ii)”. Par conséquent, les titres qui donnent à leur titulaire le droit d’acquérir tout titre transférable ou de recevoir un montant en espèces à la suite de la conversion de ces titres ou de l’exercice des droits conférés par eux émis par l’émetteur des actions sous-jacentes ou par une entité appartenant à son groupe doivent être considérés comme des valeurs mobilières de “type A”.

<sup>131</sup>. Si ce choix n’est pas le fait de l’émetteur, ce dernier dispose de la faculté de modifier ce choix ultérieurement, en vertu de l’art. 7 § 1<sup>er</sup>, iii) *in fine* de la Loi.

<sup>132</sup>. Si ces valeurs mobilières de “type A” étaient déjà admises à la négociation sur un marché réglementé le 31 décembre 2003, l’émetteur peut, au choix, considérer comme État membre d’origine l’État membre où ces valeurs mobilières ont pour la première fois fait l’objet d’une offre publique ou été admises à la négociation sur un marché réglementé.

<sup>133</sup>. “Si (un) émetteur (français) émet des obligations d’une valeur nominale d’au moins 1.000 euros destinées à être, par exemple, cotées sur la Bourse de Luxembourg et placées dans le public au Royaume-Uni, il pourra choisir de faire viser son prospectus soit par l’AMF (siège statutaire), soit par la Commission de surveillance du secteur financier au Luxembourg (lieu de cotation), soit par le UK Listing Authority au Royaume-Uni (lieu de l’offre au public)” (M.-E. SEBIRE, H. DU VIGNAUX et J. SEBASTIEN, “Transposition de la directive Prospectus en droit belge”, *Banque & Droit* septembre-octobre 2005, p. 28, n<sup>o</sup> 103).

<sup>134</sup>. Cette obligation est assortie de sanctions pénales (art. 69, 2<sup>o</sup> de la Loi).

<sup>135</sup>. Art. 22 § 2 de la Loi.

sur le territoire d'un ou plusieurs autres États membres, ce prospectus pourra y être publié sans requérir une approbation préalable par les autorités compétentes de ces États membres et sans que ces dernières ne puissent exiger l'inclusion d'informations complémentaires, pour autant que la CBFA notifie<sup>136</sup> aux autorités compétentes de ces États membres un dossier comprenant:

- un certificat d'approbation attestant que le prospectus, et ses éventuels suppléments, ont été établis conformément aux dispositions de la Directive;
- une copie du prospectus, et de ses éventuels suppléments. Celui-ci devra être établi dans une langue acceptée par les autorités compétentes de l'État membre d'accueil, ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale; et
- pour autant qu'elle soit requise par la législation nationale de ces États membres, une traduction du résumé du prospectus dans la (ou les) langue(s) officielle(s) de ces États.

### 7.2.2. La forme du prospectus

40. La Loi innove pour ce qui concerne la forme du prospectus. Elle précise en effet qu'un prospectus peut être publié selon trois formes différentes:

- soit sous la forme d'un document unique, comprenant une table des matières claire et détaillée, un résumé, les facteurs de risque liés *“à l'émetteur et à la catégorie de valeurs mobilières faisant l'objet de l'émission”*<sup>137</sup> et les éléments d'information requis par le Règle-

ment<sup>138</sup>. La Loi précise que le résumé peut être diffusé séparément, pour autant qu'il indique où le prospectus complet peut être obtenu<sup>139</sup>;

- soit sous la forme de trois documents distincts: (i) un document d'enregistrement relatif à l'émetteur<sup>140</sup>; (ii) une note relative aux valeurs mobilières offertes au public ou proposées à la négociation; et (iii) un résumé. Le document d'enregistrement et la note doivent être précédés d'une table des matières et des facteurs de risque. Cette procédure permet de faire approuver par la CBFA un document de base *in tempore non suspecto*<sup>141</sup>, et ne plus avoir à faire approuver par la CBFA qu'une note et un résumé spécifiques à une opération déterminée<sup>142</sup>. Elle s'apparente à la procédure de *“shelf registration”* en vigueur en Belgique<sup>143</sup>. La Loi précise que ces trois documents peuvent être diffusés séparément, pour autant que chaque document soit correctement publié et indique où les autres documents peuvent être obtenus<sup>144</sup>;
- soit sous la forme d'un prospectus de base, contenant toutes les informations utiles sur l'émetteur et sur les valeurs mobilières visées par l'opération<sup>145</sup>, et d'un supplément<sup>146</sup> détaillant les conditions définitives de l'offre<sup>147</sup>. Le prospectus de base doit également être précédé d'une table des matières, d'un résumé et des facteurs de risque. Ce type de prospectus peut être utilisé dans le cadre de *“programmes d'offre”*, soit des offres de valeurs mobilières<sup>148</sup> appartenant à un même type ou à une même catégorie, réalisées de manière continue et répétée pendant une période donnée<sup>149</sup>. On relèvera que le supplément détaillant les conditions définitives de l'offre ne doit pas être approuvé par la

<sup>136</sup>. Lorsque la demande de notification est soumise à la CBFA avant l'approbation du prospectus, la notification est faite dans un délai d'un jour ouvrable après l'approbation du prospectus. Lorsque la demande de notification est soumise à la CBFA après l'approbation du prospectus, la notification est faite dans les trois jours ouvrables qui suivent la demande (art. 36 § 1<sup>er</sup> al. 2 et 3 de la Loi).

<sup>137</sup>. Art. 25.1. 3) du Règlement.

<sup>138</sup>. Cet ordre est obligatoire (CESR, *ibid.*, p. 5).

<sup>139</sup>. Art. 21 § 5 al. 2 de la Loi.

<sup>140</sup>. Il peut s'agir d'un rapport annuel, d'une brochure détaillée, etc.

<sup>141</sup>. European Commission, *3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records*, p. 9.

<sup>142</sup>. La Loi précise en outre que, lorsqu'un changement important ou un fait nouveau susceptible d'affecter l'évaluation des investisseurs survient après l'approbation de la dernière version du document d'enregistrement, le document d'enregistrement peut faire l'objet d'un supplément ou la note relative aux valeurs mobilières peut décrire les changements importants ou les faits nouveaux intervenus depuis son approbation (art. 28 § 3 al. 2 de la Loi).

<sup>143</sup>. CBFA, *Rapport annuel 2000-2001*, p. 126.

<sup>144</sup>. Art. 21 § 5 al. 1<sup>er</sup> de la Loi.

<sup>145</sup>. Ce prospectus doit mentionner *“1) l'indication des informations qui figureront dans les conditions définitives; 2) le mode de publication des conditions définitives; si l'émetteur n'est pas en mesure de déterminer ce mode de publication au moment de l'approbation du prospectus, une indication de la manière dont le public sera informé du mode de publication des conditions définitives; 3) en cas d'émission de titres autres que de capital, une description générale du programme”* (art. 22.5. du Règlement).

<sup>146</sup>. Voy. International Primary Market Association, *“IPMA Pro Forma ‘Final Terms’ For Medium Term Note Programmes”*, 26 mai 2005.

<sup>147</sup>. Ce supplément doit contenir *“une mention indiquant clairement qu'une information complète sur l'émetteur et sur l'offre ne peut être obtenue qu'en combinant lesdites conditions et le prospectus de base, et précisant où celui-ci peut être obtenu”* (art. 26.5. al. 3 du Règlement). Le prospectus de base doit quant à lui contenir *“soit, les critères et/ou conditions sur la base desquels le prix définitif de l'offre et le nombre définitif de valeurs mobilières offertes seront déterminés, soit le prix maximum de l'offre”* (art. 29 § 2 de la Loi). *“Cette exigence devrait pouvoir être satisfaite de différentes manières, par exemple en laissant des blancs dans le prospectus de base ou en y joignant une liste des informations manquantes”* (26<sup>ème</sup> Considérant du Règlement). On relèvera que l'art. 12 al. 2 de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991 autorise déjà la CBFA à *“admettre que certaines conditions de l'émission ne se trouvent pas dans la brochure, à condition que celle-ci indique comment ces conditions seront communiquées au public”*.

<sup>148</sup>. Ce régime dérogatoire ne vaut toutefois que pour les titres autres que de capital, les droits de souscription ou les warrants (art. 29 § 1<sup>er</sup> de la Loi du 16 juin 2006).

<sup>149</sup>. Art. 12, 1<sup>o</sup> de la Loi.

CBFA<sup>150</sup>, mais simplement être déposé auprès de cette dernière<sup>151</sup>, ce qui permet de réaliser des programmes d'offres dans des délais extrêmement réduits. Il doit par contre être communiqué au public selon les modalités prévues pour la publication du prospectus<sup>152</sup>, "si possible avant le lancement de l'opération"<sup>153</sup>.

41. La Loi n'impose par contre plus<sup>154</sup>, comme en disposait l'article 13 de la Loi du 22 avril 2003, qu'une offre publique ne peut débiter qu'après "qu'un avis a été publié reproduisant le prospectus complet ou précisant où le prospectus complet est rendu public et où le public peut se le procurer"<sup>155</sup>. Le législateur a en effet estimé que l'exiger aurait désavantagé les émetteurs belges et ceux qui choisissent la Belgique comme État membre d'origine<sup>156</sup>. Aucune obligation de la sorte ne pèse donc plus sur les émetteurs qui publient un prospectus en Belgique, que le prospectus ait ou non été approuvé par la CBFA ou par les autorités compétentes d'un autre État membre<sup>157</sup>. Seul l'article 58 dispose que, si l'émetteur, l'offreur, la personne qui sollicite l'admission à la négociation ou les intermédiaires désignés par eux décident de publier une communication à caractère promotionnel ou un autre document ou avis se rapportant à l'opération, celui-ci doit annoncer "qu'un prospectus a été, est ou sera publié et indique où les investisseurs pourront se le procurer".

### 7.2.3. Le contenu du prospectus

42. L'octroi d'un passeport dans le cadre d'opérations "harmonisées" n'était possible que si les prospectus y afférent étaient, eux aussi, harmonisés, de manière à "garantir un degré équivalent de protection des investisseurs dans la Communauté"<sup>158</sup>. Aussi le législateur européen a-t-il chargé la Commission d'établir un certain nombre de schémas et de

modules de prospectus, sur base desquels doivent être établis les prospectus publiés dans le cadre des opérations "harmonisées". On relèvera que la Directive ne distingue plus, s'agissant des informations à inclure dans le prospectus, entre les opérations d'admission aux négociations sur un marché réglementé et les offres au public d'instruments de placement, comme c'était le cas auparavant sous l'empire des Directives 2001/34/CE et 89/298/CEE.

#### 7.2.3.1. Les principes généraux contenus dans la Loi et dans la Directive

43. En vertu de l'article 26 § 1<sup>er</sup> de la Loi, tout prospectus publié dans le cadre d'une opération "harmonisée" doit contenir au minimum les informations prévues par le Règlement<sup>159</sup>, ou des informations équivalentes à celles-ci dans les cas exceptionnels où elles se révéleraient inadaptées au domaine d'activité ou à la forme juridique de l'émetteur ou aux valeurs mobilières sur lesquelles porte le prospectus<sup>160</sup>. Pour le surplus, reprenant une formulation classique en droit belge<sup>161</sup> et communautaire<sup>162</sup>, le prospectus doit contenir toutes les informations qui sont "nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et du garant éventuel, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières". Un prospectus peut donc parfaitement comprendre des informations supplémentaires, allant au-delà de celles prévues dans les schémas et modules, si celles-ci sont "appropriées au regard de la catégorie de valeurs mobilières et du type d'émetteur concernés"<sup>163</sup>. La CBFA dispose à cet égard d'un large pouvoir d'appréciation, puisqu'elle peut exiger des informations "pour chacun des éléments d'information requis" par le Règlement<sup>164</sup>.

<sup>150</sup>. Voy. en ce sens: Exposé des motifs, *Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 52. Ces conditions définitives peuvent toutefois être incluses dans le prospectus de base (art. 26.5. du Règlement). Dans ce cas de figure, ces conditions devront être approuvées par la CBFA (21<sup>ème</sup> Considérant du Règlement).

<sup>151</sup>. Ce supplément doit être communiqué aux autorités de contrôle de l'État membre d'origine et des États membres d'accueil (CESR, *ibid.*, p. 3).

<sup>152</sup>. L'art. 33 du Règlement précise que le mode de publication retenu pour le supplément ne doit pas être le même que celui retenu pour le prospectus de base, pour autant qu'il soit conforme aux modes prévus par la Loi.

<sup>153</sup>. Art. 29 § 2 de la Loi.

<sup>154</sup>. Cette exigence est, pour l'heure, maintenue pour les seules opérations "non harmonisées", en vertu de l'art. 12 *in fine* de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991.

<sup>155</sup>. L'art. 14.3. de la Directive dispose pourtant qu'un "État membre d'origine peut exiger la publication d'une notice précisant comment le prospectus a été mis à la disposition du public et où celui-ci peut se le procurer".

<sup>156</sup>. B. CLERCKX, "Introduction à la nouvelle loi relative aux offres publiques", in *Nieuwe regels inzake openbaar aanbod en prospectus – De omzetting in Belgisch recht van de Prospectusrichtlijn*, Vanden Broeue Uitgeverij, 26 septembre 2006, p. 6.

<sup>157</sup>. CESR, *ibid.*, p. 3.

<sup>158</sup>. 20<sup>ème</sup> Considérant de la Directive.

<sup>159</sup>. Lorsque l'émetteur a son siège statutaire dans un pays non membre de l'EEE, il peut établir un prospectus selon la législation de ce pays, pour autant que celui-ci, outre qu'il comprenne des informations équivalentes à celles exigées en application de la Loi et du Règlement, respecte les standards internationaux. En l'occurrence, l'art. 26 § 2, 1<sup>o</sup> impose que le prospectus ait été élaboré selon des normes internationales édictées par les organisations internationales de commissions des valeurs mobilières, et notamment par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

<sup>160</sup>. Pour les prospectus "harmonisés", les schémas de prospectus figurant actuellement en annexe à l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991 ou à l'Arrêté Royal du 18 septembre 1990 ne sont donc plus d'application.

<sup>161</sup>. Art. 29 § 2 de l'Arrêté Royal n<sup>o</sup> 185, art. 13 al. 2 de la Loi du 22 avril 2003 et art. 3 de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991.

<sup>162</sup>. Art. 21 de la Directive 2001/34/CE et art. 11.1. de la Directive 89/298/CE.

<sup>163</sup>. 5<sup>ème</sup> Considérant du Règlement.

<sup>164</sup>. Art. 3 al. 3 du Règlement.

44. On s'étonnera dès lors que le Règlement dispose que la CBFA "ne peut exiger qu'un prospectus contienne des éléments d'information non prévus dans les annexes" dudit Règlement<sup>165</sup>. Cette disposition nous semble en effet incompatible avec le principe énoncé par l'article 21.3. a) de la Directive, selon lequel les autorités de contrôle ont le pouvoir d'"exiger de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé qu'il inclue dans son prospectus des informations complémentaires, si la protection des investisseurs l'exige", afin que le prospectus contienne "toutes les informations qui (sont) nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause" l'opportunité de l'opération qui lui est proposée. Elle nous semble en outre en contradiction avec les termes du Règlement lui-même, ce dernier disposant que les schémas repris en annexe audit Règlement constituent "une liste d'exigences d'information minimale"<sup>166</sup>. On relèvera par ailleurs que le titre de l'article de la Directive sur base duquel la Commission a adopté son Règlement est intitulé "Informations à inclure au minimum", comme le faisait autrefois l'article 15 de la Loi du 22 avril 2003<sup>167</sup>. Il nous semble donc que la CBFA est parfaitement habilitée à demander l'insertion dans un prospectus d'éléments d'information qui ne seraient pas contenus dans les annexes au Règlement.

45. Par contre, comme le prévoit l'article 9 de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991, la CBFA peut dispenser l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation d'inclure dans le prospectus qu'elle lui soumet certaines informations prévues dans le Règlement, si cette dernière estime que la divulgation de ces informations serait contraire à l'intérêt public, serait de nature à porter un préjudice grave à l'émetteur, ou que ces informations sont d'une importance mineure. L'article 8.3. de la Directive précise par

ailleurs que, "en l'absence d'informations, l'obligation ci-dessus ne s'applique pas". Le Règlement ajoute que tout élément d'information qui n'est "pas pertinent pour l'émetteur, l'offre ou les valeurs mobilières auxquelles le prospectus se rapporte, peut être omis"<sup>168</sup>. La Directive ajoute cependant qu'un prospectus ne peut être approuvé que s'il est "complet, si les informations qu'il contient sont cohérentes et s'il est compréhensible"<sup>169</sup>. Elle impose par ailleurs que les informations qui y sont contenues soient "aussi objectives que possible", et qu'elles soient fournies "sous une forme aisément compréhensible et analysable"<sup>170</sup>.

46. La Loi autorise également que des informations soient intégrées dans le prospectus "par référence" à un ou plusieurs documents publiés antérieurement par l'émetteur<sup>171</sup>, comme des informations financières annuelles ou intérimaires, des documents établis à l'occasion d'une opération particulière, telle qu'une fusion ou une scission, des rapports d'audit, des statuts, des prospectus approuvés et publiés antérieurement<sup>172</sup>, des informations réglementées ou des circulaires adressées aux détenteurs des valeurs mobilières<sup>173</sup>. L'objectif est de "faciliter l'établissement des prospectus et en réduire le coût pour les émetteurs"<sup>174</sup>, sans pour autant "compromettre la protection des investisseurs en termes de compréhensibilité et d'accessibilité desdites informations"<sup>175</sup>. Ces informations doivent cependant avoir au préalable été approuvées ou déposées auprès d'une autorité compétente, et être les plus récentes qui soient<sup>176</sup>. Elles doivent par ailleurs avoir été publiées dans la même langue que celle du prospectus<sup>177</sup>, et être reprises dans un "tableau des correspondances"<sup>178</sup>, et ce "afin de permettre aux investisseurs de retrouver facilement des informations déterminées"<sup>179</sup>. La Loi précise enfin que le résumé ne peut quant à lui inclure des informations par référence<sup>180</sup>.

<sup>165</sup>. Art. 22.1. al. 2 du Règlement.

<sup>166</sup>. Art. 2, 1) du Règlement.

<sup>167</sup>. "Le Roi peut, par arrêté pris sur avis de la CBFA, déterminer le contenu minimum du prospectus et de ses compléments ou mises à jour, ainsi que celui des avis, de la publicité ou d'autres documents qui annoncent ou recommandent l'opération ou qui s'y rapportent" (art. 15, 1° de la Loi du 22 avril 2003).

<sup>168</sup>. Art. 23.4. du Règlement.

<sup>169</sup>. Art. 2.1., q) de la Directive.

<sup>170</sup>. *Ibid.*

<sup>171</sup>. L'art. 12 al. 2 de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991 autorisait déjà la CBFA à "admettre que certains documents soient mis à la disposition du public indépendamment des autres documents".

<sup>172</sup>. Un prospectus approuvé avant la transposition de la Directive peut être incorporé par référence dans la mesure où il a été approuvé conformément à la Directive 1989/298/CEE (art. 11.1. de la Directive).

<sup>173</sup>. Art. 28.1. du Règlement.

<sup>174</sup>. 29<sup>ème</sup> Considérant de la Directive.

<sup>175</sup>. Art. 28.5. du Règlement.

<sup>176</sup>. "Lorsqu'un document pouvant être inclus par référence contient des données qui ont profondément changé, le prospectus ou le prospectus de base en fait clairement état et fournit des informations actualisées" (art. 28.3. du Règlement).

<sup>177</sup>. 30<sup>ème</sup> Considérant du Règlement. A défaut, elles peuvent être traduites (CESR, *ibid.*, p. 5). *Contra*: D. GEWINNER et C. UZAN, "La transposition de la directive 'prospectus' en droit français", *Bulletin Joly Bourse* juillet-août 2005, p. 381.

<sup>178</sup>. Il s'agit d'une liste énumérant l'ensemble des informations incorporées par référence. "The purpose of the list is to inform an investor, in a clear and easily accessible manner, whether the prospectus is complete in itself, or whether he will need access to other documents to complete the prospectus" (European Commission, *3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records*, p. 9).

<sup>179</sup>. Art. 30 § 2 de la Loi.

<sup>180</sup>. Art. 30 de la Loi.

47. La Loi impose que le prospectus contienne une mention selon laquelle il a été approuvé par la CBFA, et que cette approbation “ne comporte aucune appréciation de l’opportunité et de la qualité de l’opération, ni de la situation de celui qui la réalise”<sup>181</sup>. On se souviendra en effet que la CBFA n’est pas garante de l’exactitude de l’information contenue dans le prospectus, ni de son caractère complet. Son seul pouvoir est en effet d’accorder, après un examen réalisé avec diligence, une approbation administrative à un document requis par la loi pour réaliser une opération donnée. Le fait qu’elle ait examiné le projet de prospectus, qu’elle l’ait fait modifier de manière plus ou moins approfondie, s’il assure une certaine qualité au prospectus, ne lui confère pas une vérité juridique absolue<sup>182</sup>.

48. Le prospectus doit enfin comporter un résumé<sup>183</sup>, qui expose brièvement<sup>184</sup>, dans un langage non technique afin de le rendre facilement accessible aux investisseurs, les principales caractéristiques de l’émetteur, du garant éventuel et des valeurs mobilières et les principaux risques présentés par ceux-ci. La Directive précise en son annexe IV les informations minimales que doit contenir ledit résumé<sup>185</sup>. Il doit par ailleurs comporter un avertissement, dont le contenu est précisé par la Loi<sup>186</sup>. La Loi précise en effet qu’aucune responsabilité ne peut être attribuée à quiconque sur la base du seul résumé du prospectus, ou de sa traduction, sauf si ce dernier contient des informations qui ont un caractère trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus auquel il se réfère<sup>187</sup>.

### 7.2.3.2. Les principes généraux contenus dans le Règlement

49. Le Règlement détaille les informations à inclure dans le prospectus. Il repose sur les normes édictées en la matière par l’Organisation internationale des commissions de valeurs<sup>188</sup>, étant donné la volonté de la Commission “(i) de placer le prospectus européen au niveau des meilleures pratiques reconnues au niveau international, et (ii) de faciliter les offres et les admissions en dehors de l’Europe, dans les pays membres de l’OICV”<sup>189</sup>. Il comprend à cet effet en annexe un certain nombre de schémas et de modules, qui peuvent se combiner les uns les autres selon le type d’émetteur et la catégorie de valeurs mobilières concernés<sup>190</sup>, étant entendu que l’ordre de présentation des éléments est laissé au libre arbitre des parties<sup>191</sup>. Il distingue à cet égard la catégorie d’instrument de placement qui fait l’objet du prospectus:

- a) des actions, des valeurs négociables assimilables à des actions, des valeurs mobilières convertissables, échangeables ou permettant d’acquérir des actions ou des valeurs négociables assimilables à des actions, ou des actions ou des valeurs négociables assimilables à des actions sous-jacentes: le document d’enregistrement doit contenir l’information visée à l’annexe I, tandis que la note d’opération doit contenir l’information visée à l’annexe III. En cas d’émission d’actions sous-jacentes, le prospectus doit également contenir l’information visée à l’annexe XIV;

<sup>181</sup>. Art. 23 al. 2 de la Loi. La Loi précise par ailleurs en son art. 25 al. 2, comme le faisait l’art. 16 al. 2 de la Loi du 22 avril 2003, que “sauf l’indication visée à l’alinéa 1<sup>er</sup>, aucune mention de l’intervention de la CBFA ne peut être faite dans le prospectus et dans ses suppléments éventuels”.

<sup>182</sup>. Contra: X. DIEUX, “Examen de jurisprudence. Droit financier”, *R.C.J.B.* 2004, p. 259 (“Une fois approuvé par la CBFA, le prospectus est irréfragablement censé ne point contenir d’erreur”).

<sup>183</sup>. Aucun résumé n’est requis lorsque le prospectus se rapporte à l’admission à la négociation sur un marché réglementé de titres autres que de capital ayant une valeur nominale unitaire d’au moins 50.000 euros (art. 24 § 2 de la Loi).

<sup>184</sup>. Selon le 21<sup>ème</sup> Considérant de la Directive, “sa longueur ne devrait pas dépasser 2.500 mots dans la langue dans laquelle le prospectus a été établi initialement”.

<sup>185</sup>. Le Règlement se contente quant à lui de disposer que “l’émetteur, l’offreur ou la personne qui sollicite l’admission à la négociation sur un marché réglementé détermine seul le contenu détaillé du résumé du prospectus” (art. 24 du Règlement).

<sup>186</sup>. Cet avertissement peut être résumé de la manière suivante: “Le présent résumé doit être lu comme une introduction au prospectus. Toute décision d’investir dans les valeurs mobilières concernées doit être fondée sur un examen exhaustif du prospectus. Lorsqu’une action concernant l’information contenue dans le prospectus est intentée devant un tribunal, le plaignant peut, selon la législation nationale de l’État dans lequel ledit tribunal est situé, avoir à supporter les frais de traduction du prospectus avant le début de la procédure judiciaire. Enfin, aucune responsabilité civile ne peut être attribuée à quiconque sur la base du seul résumé, ou de sa traduction, sauf contenu trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus” (art. 24 § 2 de la Loi du 16 juin 2006).

<sup>187</sup>. Art. 61 § 3 de la Loi.

<sup>188</sup>. International Organisation of Securities Commissions, *International Disclosure Standards for cross-border offering and initial listings by foreign issuers*, Part I, septembre 1998.

<sup>189</sup>. M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. prat. soc.* 2004, n° 6909, p. 126.

<sup>190</sup>. L’annexe XVIII du Règlement contient à cet égard un certain nombre de tableaux, qui indiquent, par type de valeur mobilière, les combinaisons de schémas et de modules qui doivent être suivies, précisant toutefois que, “pour les valeurs mobilières qui ne sont pas couvertes par ces combinaisons, d’autres combinaisons peuvent être utilisées” (art. 21.1. al. 2 du Règlement). Dans ce cas, le prospectus doit être complété par des “compléments d’information pertinents, tirés d’un des autres schémas de notes (...) en fonction des caractéristiques principales de la valeur mobilière offerte au public ou admise à la négociation” (art. 23.2.).

<sup>191</sup>. Article 25.3 du Règlement. Si l’ordre du Règlement n’est pas suivi, “l’autorité compétente de l’État membre d’origine peut demander à l’émetteur, à l’offreur ou à la personne qui sollicite l’admission à la négociation sur un marché réglementé de lui fournir un tableau des correspondances, aux fins de vérifier le prospectus avant son approbation” (art. 25.4. du Règlement). Si par contre les valeurs mobilières concernées sont d’une nouvelle catégorie, “ayant des caractéristiques totalement différentes des catégories de valeurs mobilières visées à l’annexe XVIII”, “l’autorité compétente décide, en concertation avec l’émetteur, l’offreur ou la personne qui sollicite l’admission à la négociation sur un marché réglementé, des informations à inclure dans le prospectus” (art. 23.3. al. 2 du Règlement). On relèvera que l’Arrêté Royal du 31 octobre 1991 impose quant à lui de suivre l’ordre prévu par le schéma de prospectus (art. 3 al. 2).

- b) des titres d'emprunt ou des instruments dérivés: si leur valeur nominale unitaire est inférieure à 50.000 euros, le document d'enregistrement doit contenir l'information visée à l'annexe IV, tandis que si leur valeur nominale est au moins égale à 50.000 euros, il doit contenir l'information visée à l'annexe IX. La note d'opération doit quant à elle contenir l'information visée à l'annexe V (pour les titres d'emprunt dont la valeur nominale unitaire est inférieure à 50.000 euros), à l'annexe XIII (pour les titres d'emprunt dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50.000 euros) ou à l'annexe XII (pour les instruments dérivés);
- c) des titres adossés à des actifs, à savoir des valeurs mobilières qui représentent un intérêt dans des actifs ou qui sont garanties par des actifs et dont les conditions prévoient des paiements calculés par référence à des actifs: le document d'enregistrement doit contenir l'information visée à l'annexe VII, tandis que la note d'opération doit contenir l'information visée à l'annexe VIII;
- d) des titres émis par un organisme de placement collectif de type "fermé": le document d'enregistrement doit contenir l'information visée à l'annexe I et à l'annexe XV, tandis que la note d'opération doit contenir l'information visée à l'annexe III.
- 50.** Le Règlement impose par ailleurs certaines informations spécifiques, qui s'ajoutent à celles qui doivent figurer dans la note d'enregistrement ou la note d'opération, relatives à:
- a) l'identité de l'émetteur<sup>192</sup>: des informations spécifiques doivent être fournies sur celui-ci si les instruments sont des certificats représentatifs d'actions (annexe X), s'ils ont été émis par un établissement de crédit (annexe XI), un État ou une autorité régionale ou locale (annexe XVI), un organisme public international (annexe XVII) ou un émetteur figurant dans la liste contenue à l'annexe XIX du Règlement<sup>193</sup>;
- b) l'existence éventuelle de garanties: le prospectus doit contenir les informations complémentaires visées par l'annexe VI;
- c) l'établissement de données financières pro forma: le prospectus doit contenir les informations complémentaires visées par l'annexe II.
- 51.** Inversement, l'article 7.2., e) de la Directive dispose que les différents schémas contenus dans le Règlement doivent tenir compte "*des activités et de la taille de l'émetteur, surtout quand il s'agit de petites et moyennes entreprises*"<sup>194</sup>; pour ce dernier type de sociétés, les informations sont adaptées à leur taille et, le cas échéant à l'historique de ces sociétés". Force est cependant de constater que rien n'a été fait en ce sens par le Règlement, celui-ci ne prévoyant aucune dérogation aux schémas repris en annexe en faveur des PME. Il est toutefois raisonnable de penser que, le Règlement prévoyant lui-même que tout élément d'information qui n'est "*pas pertinent pour l'émetteur, l'offre ou les valeurs mobilières auxquelles le prospectus se rapporte, peut être omis*"<sup>195</sup>, la CBFA puisse octroyer aux petites et moyennes entreprises des dérogations par rapport aux schémas repris en annexe au Règlement, tenant compte de leurs "*activités*", de leur "*taille*" et de leur "*historique*"<sup>196</sup>.

#### 7.2.4. La langue du prospectus

**52.** L'un des principaux problèmes qui faisait obstacle à l'octroi d'un passeport en matière de prospectus était celui de la langue, le régime issu des Directives 2001/34/CE et 89/298/CEE autorisant que le prospectus soit traduit dans la langue officielle de chacun des États membres d'accueil<sup>197</sup>. Un compromis politique a été trouvé, au terme duquel il a été décidé, pour faciliter les offres transfrontalières, qu'un État membre ne puisse plus exiger que "*la présentation du résumé dans sa (ses) langue(s) officielle(s), pour autant que le prospectus ait été rédigé dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale*"<sup>198</sup>, à savoir l'anglais. En conséquence, dans chacun des États membres d'accueil où une offre publique ou une admission à la négociation est demandée:

- le prospectus doit être mis à la disposition du public dans une langue acceptée par les autorités compétentes

<sup>192</sup> Il existe par ailleurs des recommandations spécifiques pour les start-up, les sociétés de recherche & développement, etc., contenues au Chapitre III des "*CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004*", février 2005.

<sup>193</sup> Pour ces derniers, la CBFA peut exiger, en plus des informations énumérées dans le Règlement "*la fourniture d'informations adaptées (...), y compris, le cas échéant, une évaluation des actifs de l'émetteur ou un autre rapport d'expert y afférent*" (art. 23.1. du Règlement). Elle doit toutefois en informer la Commission.

<sup>194</sup> Les petites et moyennes entreprises sont "*les sociétés qui, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés publiés, présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes: un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice, un total du bilan ne dépassant pas 43.000.000 d'euros et un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50.000.000 d'euros*" (art. 2.1., f) de la Directive).

<sup>195</sup> Art. 23.4. du Règlement.

<sup>196</sup> Voy. en ce sens: European Commission, *The proposed prospectus directive – Frequently Asked Questions – 28 September 2001*, p. 3 ("*Implementing legislation will allow the adaptation of schedules to the particular needs of SMEs*"). La Commission souligne toutefois que "*La directive proposée prévoit une série unique de documents d'information, quelle que soit la taille de l'émetteur. Afin d'assurer la protection des investisseurs et leur confiance, la qualité de l'information financière et des normes de divulgation apparaît comme plus importante et nécessaire pour les petites sociétés dont les titres sont négociés sur des marchés non réglementés que pour de gros émetteurs mondiaux cotés en bourse*" (Commission européenne, *Proposition de directive sur les prospectus – Questions fréquemment posées – 30 mai 2001*).

<sup>197</sup> "*L'obligation, pour les émetteurs, de faire traduire l'intégralité du prospectus dans toutes les langues officielles décourage les offres au public et les négociations multinationales*" (35<sup>ème</sup> Considérant de la Directive).

<sup>198</sup> 35<sup>ème</sup> Considérant de la Directive.

de chaque État membre d'accueil, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale, en l'occurrence l'anglais;

- seul le résumé du prospectus doit être traduit dans les langues officielles de chaque État membre d'accueil<sup>199</sup>. Il est donc possible, pour réaliser une offre paneuropéenne, de se contenter d'une telle traduction si le prospectus est établi en anglais.

**53.** Ce principe a été reproduit en droit belge, mais il a été étendu à tous les prospectus, que l'émetteur possède ou ne possède pas en Belgique son siège statutaire. L'article 31 de la Loi dispose ainsi que, lorsque la Belgique est l'État membre d'origine, le prospectus peut être rédigé, au choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation, soit en français, soit en néerlandais, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA, à savoir l'anglais<sup>200</sup>:

- si l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation possède son siège statutaire en Belgique, il nous semble que le choix de la langue du prospectus devra être déterminé par la réglementation sur l'emploi des langues en matière administrative, coordonnée par l'arrêté royal du 18 juillet 1966<sup>201,202</sup>;
- si par contre l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation ne possède pas son siège statutaire en Belgique, il pourra publier son prospectus "*dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale*", pour autant qu'il établisse une traduction du résumé en français et en néerlandais, voire dans l'une de ces deux langues si les communications à caractère promotionnel se rapportant à l'opération ne sont établies que dans une seule de ces deux langues.

### 7.2.5. La procédure d'approbation du prospectus

**54.** La Loi a également revu la procédure d'approbation du prospectus par la CBFA, même si celle-ci s'inspire largement de la procédure visée par la Loi du 22 avril 2003, la

Directive n'imposant *in fine* que le respect d'un certain nombre de délais. La procédure débute ainsi toujours par un avis à la CBFA par l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation, par lequel ce dernier ou cette dernière informe la CBFA de son intention de procéder à une offre publique ou à une admission à la négociation sur un marché réglementé. A cet avis est joint un dossier comprenant notamment:

- le projet de prospectus établi conformément à la Loi;
- le cas échéant, les conditions de la prise ferme des instruments de placement offerts publiquement, ainsi que la composition, les droits et les obligations de tout syndicat de garantie ou de placement formé en vue de cette offre;
- les éventuelles conventions de blocage ("*lock-up*") portant sur les instruments de placement dont l'admission à la négociation est demandée;
- les éventuels rapports spéciaux prescrits en vertu du droit des sociétés qui sont liés à l'opération, et les rapports d'experts auxquels le prospectus se réfère;
- tout autre document pertinent pour l'examen du prospectus;
- dès que possible, les rapports d'analystes établis dans le cadre de l'opération par les membres du syndicat de garantie ou de placement ainsi que le matériel communiqué aux analystes en vue de la rédaction de ces rapports<sup>203</sup>, de manière à permettre à la CBFA de vérifier que ces différentes informations figurent dans le prospectus<sup>204</sup>.

**55.** La mission de la CBFA est de vérifier "*l'adéquation des projets de prospectus avec les dispositions (du Règlement) applicable en la matière, schémas annexés compris*"<sup>205</sup>. Pour ce faire, elle dispose d'un délai de 10 jours ouvrables, contre 15 auparavant, pour approuver le prospectus ou pour demander à l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation de compléter son dossier ou d'insérer dans le prospectus des informations complémentaires, "*si la protection des investisseurs l'exige*"<sup>206</sup>. La CBFA doit cependant se prévaloir de "*motifs raisonnables*" pour ce faire<sup>207</sup>. Ce délai est porté à 20 jours ouvrables si, au cours des 10 années qui précèdent, la CBFA n'a pas approuvé de document d'enregistrement ou de pros-

<sup>199.</sup> Chaque État membre d'accueil est libre d'imposer ou de ne pas imposer la traduction du résumé "*lorsqu'une admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée pour des titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50.000 euros*" (art. 19.4. de la Directive),

<sup>200.</sup> En France, le prospectus ne peut être rédigé en langue anglaise que lorsque l'émission ou la cession porte sur des titres de créance ayant une valeur nominale supérieure ou égale à 1.000 euros ou sur des warrants (art. 212-12 du règlement général de l'AMF).

<sup>201.</sup> Voy. CBFA, *Rapport annuel 1998-1999*, pp. 105-107; art. 15 de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991; M. DUPLAT, "La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public ou d'admission de valeurs mobilières à la négociation", *Rev. prat. soc.* 2004, n° 6909, p. 137.

<sup>202.</sup> Le fait qu'un prospectus puisse être publié en langue anglaise ne nous semble par conséquent pas conforme à cette réglementation.

<sup>203.</sup> L'objectif est de permettre à la CBFA de vérifier que ces analystes ne soient pas en possession d'informations que l'on aurait omis d'inclure dans le prospectus, et ce même si ces rapports ne sont pas destinés à être distribués au public (*Exposé des motifs, Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 54).

<sup>204.</sup> Art. 59 al. 2 de la Loi. Voy. n° 75.

<sup>205.</sup> A. BRUYNEEL, "Les prospectus financiers", in *Mélanges John Kirkpatrick*, Bruylant, 2004, p. 118.

<sup>206.</sup> Art. 32 § 2 al. 2 de la Loi.

<sup>207.</sup> Art. 32 § 2 al. 1<sup>er</sup> de la Loi.

pectus relatif à une offre publique ou une admission à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières de cet émetteur, la CBFA pouvant légitimement dans ces circonstances avoir besoin d'un peu plus de temps.

**56.** Dans les 10 jours ouvrables à compter du moment où la CBFA estime le dossier "complet", elle notifie à la personne qui lui a donné l'avis, de même qu'aux entreprises de marché éventuellement concernées, sa décision soit d'approuver le prospectus, soit de refuser d'approuver le prospectus. La décision d'approbation du prospectus par la CBFA n'est pas susceptible de recours. Par contre, la décision de la CBFA de refuser d'approuver un prospectus ou de considérer le dossier comme incomplet, tout comme l'absence de décision de la CBFA<sup>208</sup>, sont susceptibles d'un recours par la personne qui a donné l'avis devant la cour d'appel de Bruxelles, sur pied de l'article 121 § 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup> de la Loi du 2 août 2002.

### 7.2.6. Le supplément au prospectus

**57.** Comme le prévoyait déjà l'Arrêté Royal n° 185<sup>209</sup> et la Loi du 22 avril 2003<sup>210</sup>, "*tout fait nouveau significatif qui est de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières et survient ou est constaté entre l'approbation du prospectus et la clôture définitive de l'offre publique ou, le cas échéant, le début de la négociation sur le marché concerné, est mentionné dans un supplément au prospectus*"<sup>211</sup>. Suivant en cela la Directive, la Loi prévoit également qu'un tel supplément doit être publié suite à "*toute erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le prospectus constatée entre l'approbation du prospectus et la clôture définitive de l'offre publique ou le début de la négociation*"<sup>212</sup>.

**58.** La Loi précise que ce supplément doit être approuvé par la CBFA dans un délai maximal de sept jours ouvrables, qu'il doit être publié au moins selon les mêmes modalités que le prospectus initial, et qu'il doit mentionner que "*les*

*investisseurs qui ont déjà accepté d'acheter des valeurs mobilières ou d'y souscrire avant que le supplément ne soit publié ont le droit de révoquer leur acceptation, pendant au moins deux jours ouvrables après la publication du supplément*"<sup>213</sup>, sauf dans le cas d'une offre continue de valeurs mobilières. Elle précise en outre que le résumé du prospectus, et toute traduction éventuelle de celui-ci, doit également donner lieu à un supplément ou à un nouveau résumé si cela s'avère nécessaire pour tenir compte des nouvelles informations figurant dans le supplément au prospectus<sup>214</sup>.

**59.** La Loi précise en outre qu'un tel supplément peut être utilisé pour "actualiser" un prospectus existant, ou pour réaliser une nouvelle offre publique ou une nouvelle admission sur un marché réglementé. Reprenant la formulation utilisée dans la Directive<sup>215</sup>, elle précise cependant que le prospectus "initial" ne reste valide que "*douze mois après sa publication*"<sup>216</sup>. On relèvera cependant que rien n'oblige un émetteur à publier un prospectus immédiatement après que celui-ci ait été approuvé par la CBFA. Aussi, par sécurité, il nous semble raisonnable de considérer que tout supplément au prospectus doit être approuvé dans un délai de douze mois à compter de la date d'approbation du prospectus "initial"<sup>217</sup>.

**60.** La Loi envisage enfin l'hypothèse où l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation n'aurait pas la possibilité d'inclure dans le prospectus le prix définitif de l'offre ou le nombre définitif des valeurs mobilières offertes au public, par exemple en cas de fixation du prix selon la méthode du *book building*. Dans ce cas, ces deux éléments doivent, lorsqu'ils sont connus, être déposés auprès de la CBFA et communiqués au public selon les modalités prévues pour la publication du prospectus. Ils ne font par contre pas l'objet d'un "supplément" au prospectus, et ne sont donc pas soumis à l'approbation de la CBFA<sup>218</sup>. Le prospectus doit par ailleurs au minimum mentionner:

- le prix maximum de l'offre, ou les critères et/ou conditions sur la base desquels ces éléments seront déterminés; ou

<sup>208.</sup> La personne qui a donné l'avis peut, par courrier recommandé, mettre la CBFA en demeure d'approuver le prospectus. Cette mise en demeure ne peut intervenir qu'à l'expiration d'un délai de 10 jours ouvrables à dater de la réponse apportée à la dernière demande formulée par la CBFA de compléter le dossier ou d'insérer dans le prospectus des informations complémentaires ou, en l'absence d'une telle demande, dans un délai de 10 jours ouvrables à dater de l'avis. Si, à l'expiration d'un délai de 10 jours ouvrables à dater de cette mise en demeure, la CBFA reste en défaut de se prononcer, la demande d'approbation du prospectus est réputée être rejetée (art. 32 § 4 de la Loi).

<sup>209.</sup> Art. 29 § 2 al. 3 de l'Arrêté Royal n° 185.

<sup>210.</sup> Art. 13 al. 3 de la Loi.

<sup>211.</sup> Art. 34 de la Loi.

<sup>212.</sup> Ibid.

<sup>213.</sup> Voy. en ce sens: CBFA, *Rapport annuel 1997-1998*, p. 110.

<sup>214.</sup> Art. 25.5. du Règlement.

<sup>215.</sup> Art. 9.1. de la Directive.

<sup>216.</sup> Art. 35 § 1<sup>er</sup> de la Loi; art. 5 de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991. On relèvera que ce délai de 12 mois est inférieur aux standards américains en la matière (European Commission, *The proposed prospectus directive – Frequently Asked Questions – 28 September 2001*, p. 1).

<sup>217.</sup> Voy. en ce sens l'art. 35 § 4 de la Loi, lequel précise, de la même manière, qu'un "*document d'enregistrement au sens de l'article 28, préalablement approuvé, reste valide pendant douze mois après son approbation, pour autant qu'il soit actualisé conformément aux articles 28 § 3 ou 34*".

<sup>218.</sup> Auparavant, le prospectus contenant le prix définitif de l'offre et le nombre définitif des valeurs mobilières offertes au public devait faire l'objet d'une approbation par la CBFA (voy. P. DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises*, Larcier, 2001, p. 377).

- le fait que l'acceptation des valeurs mobilières offertes peut être révoquée pendant au moins les deux jours ouvrables qui suivent la publication du prix définitif de l'offre et du nombre définitif des valeurs mobilières offertes au public<sup>219</sup>.

### 7.2.7. Les délais de mise à disposition du public

**61.** En vertu de l'article 21 § 1<sup>er</sup> de la Loi, le public doit disposer d'au moins trois jours ouvrables pour consulter le prospectus, ce dernier devant en tout état de cause être disponible au plus tard le jour de l'ouverture de l'offre. En conséquence, s'il n'est pas prévu que l'offre restera ouverte pendant trois jours ouvrables au moins, le prospectus devra être publié avant son ouverture, pendant un délai calculé à rebours à compter de la date de clôture de l'offre.

**62.** Le délai précité de trois jours est porté à six jours dans le cas d'une première offre publique d'actions<sup>220</sup>, si celles-ci doivent être admises à la négociation sur un marché réglementé pour la première fois. Si par contre une admission à la négociation d'instruments de placement a lieu sans offre publique préalable, le prospectus doit être rendu public au plus tard un jour ouvrable avant la date à laquelle ont lieu les premières négociations. De même, si une offre publique d'instruments de placement est précédée d'une négociation de droits de souscription, comme prévu par l'article 593 alinéa 4 du Code des sociétés, le prospectus doit être rendu public au plus tard le jour de l'ouverture de cette négociation<sup>221</sup>.

### 7.2.8. Les modes de publication du prospectus

**63.** La Loi autorise différents modes de publication du prospectus<sup>222</sup>, étant entendu que, tant le contenu que la forme du prospectus tel qu'il est publié doivent être identiques à la version originale telle qu'elle est approuvée par la CBFA<sup>223</sup>

et que *"la version finale du prospectus approuvé doit être déposée à la CBFA préalablement à sa publication"*<sup>224</sup>:

- une insertion du prospectus *"dans un journal d'information générale ou dans un journal financier à diffusion nationale ou suprarégionale"*<sup>225</sup>, dans chacun des États membres où est faite l'offre au public ou où est sollicitée l'admission à la négociation, pour autant que le journal retenu *"ait une large diffusion et un tirage élevé"*<sup>226</sup>;
- un document imprimé mis gratuitement à la disposition du public, (i) en cas d'offre publique, au siège de l'émetteur et dans les bureaux des intermédiaires qui placent ou négocient les instruments de placement concernés, y compris ceux chargés du service financier de l'émetteur; et (ii) en cas d'admission à la négociation, dans les bureaux du marché sur lequel les instruments de placement seront admis à la négociation;
- sous une forme électronique sur le site Internet<sup>227</sup> (i) de l'émetteur; (ii) des intermédiaires financiers qui placent ou négocient les instruments de placement concernés, y compris ceux chargés du service financier; (iii) du marché où l'admission à la négociation est sollicitée; ou (iv) de l'autorité qui a approuvé le prospectus, si elle a décidé d'offrir ce service<sup>228</sup>. La CBFA doit par ailleurs publier sur son site Internet la liste des prospectus qu'elle a approuvés durant les douze mois qui précèdent<sup>229</sup>.

**64.** Pour améliorer l'information du public, la Loi prévoit que, si le prospectus est publié sous la forme d'une insertion dans un journal ou d'un document mis à la disposition du public, il doit être mis à la disposition du public par l'émetteur sous une forme électronique, sur son site Internet<sup>230</sup>. Elle prévoit par ailleurs que, si le prospectus est publié sous forme électronique, un exemplaire papier doit être fourni à l'investisseur, gratuitement et en temps utile, s'il en fait la demande, *"par la mise en service d'un numéro vert où les*

<sup>219.</sup> *"Cette solution constitue un compromis entre la protection des investisseurs et la flexibilité nécessaire aux marchés financiers. Elle se situe en outre dans la ligne des pratiques de marché actuelles"* (Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 51).

<sup>220.</sup> Cette règle ne vise que les seules actions, et pas les autres instruments de placement, comme le prévoit l'art. 14.1. de la Directive.

<sup>221.</sup> Art. 21 § 1<sup>er</sup> de la Loi.

<sup>222.</sup> Art. 21 § 2 et s. de la Loi.

<sup>223.</sup> Art. 21 § 6 de la Loi. Cette obligation est assortie de sanctions pénales (art. 69, 7<sup>o</sup> de la Loi).

<sup>224.</sup> Art. 32 § 7 de la Loi.

<sup>225.</sup> Art. 30.1. du Règlement.

<sup>226.</sup> 32<sup>ème</sup> Considérant de la Directive. La CBFA est habilitée, si elle estime que le journal retenu ne satisfait pas à cette définition, à désigner *"un journal dont la diffusion lui paraît appropriée à cet effet, compte tenu, notamment, de la couverture géographique, du nombre d'habitants et des habitudes de lecture dans chaque État membre"* (art. 30.2. du Règlement).

<sup>227.</sup> L'art. 29 du Règlement précise que le prospectus doit être *"aisément accessible"*, dans un format qui permette de le télécharger et de l'imprimer, mais qui empêche toute modification, sans lien hypertexte à l'exception des adresses électroniques où les informations incluses par référence peuvent être consultées, et précédé d'un avertissement précisant les destinataires de l'offre, *"pour éviter de cibler les résidents d'États membres ou de pays tiers où l'offre n'est pas présentée"*.

<sup>228.</sup> Voy. <http://www.cbfa.be/fr/oa/ug/pros/dBeginFrmProspectusEms.asp>.

<sup>229.</sup> La CBFA est tenue à cet égard de préciser comment chacun de ces prospectus a été mis à la disposition du public, où ils peuvent être obtenus, et d'insérer, le cas échéant, un lien hypertexte vers le ou les sites Internet où le prospectus est disponible sous une forme électronique (art. 21 § 4 de la Loi). Rien ne justifie par conséquent que la CBFA ne publie pas les prospectus qui ne peuvent être consultés que moyennant la signature d'un engagement de confidentialité (voy. CBFA, *Rapport du Comité de direction 2004*, p. 87).

<sup>230.</sup> Le législateur belge n'étant toutefois compétent que pour réglementer les opérations pour laquelle la Belgique est l'État membre d'origine, cette obligation ne s'appliquera aux opérations effectuées en Belgique sous le couvert du passeport que si la réglementation de l'État membre d'origine comporte une telle exigence (art. 21 § 2 al. 2 de la Loi).

*investisseurs pourront commander le prospectus et/ou par la mise à disposition de celui-ci dans un certain nombre d'endroits portés à la connaissance des investisseurs*"<sup>231</sup>.

### 7.3. Les règles applicables aux prospectus ne devant pas être approuvés par la CBFA

65. La Section 2 du Chapitre II de la Loi définit les règles applicables à tout prospectus qui doit être publié en Belgique en vertu du Chapitre I, mais pour lequel la Belgique n'est pas l'État membre d'origine, et donc pour lequel la CBFA n'est pas l'autorité compétente pour l'approuver. Ce prospectus doit par conséquent être approuvé par l'autorité compétente dudit État membre d'origine. Il pourra par contre être publié en Belgique sous le régime du passeport européen, ce qui signifie que la CBFA ne pourra pas exiger d'approuver celui-ci préalablement à sa publication, ni exiger l'inclusion d'informations complémentaires. La Loi subordonne néanmoins cette publication au respect d'un certain nombre de conditions<sup>232</sup>:

- que le prospectus ait été approuvé par l'autorité compétente d'un autre État membre de l'EEE conformément à la Directive, et que la CBFA ait reçu la notification d'un dossier similaire à celui qu'elle délivre en pareille circonstance<sup>233</sup>;
- que le prospectus soit toujours valide, et donc qu'il n'ait pas été publié plus de douze mois auparavant et qu'il ait fait l'objet des suppléments nécessaires<sup>234</sup>;
- que le prospectus soit établi soit en langue française, soit en langue néerlandaise, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA, en l'occurrence l'anglais;
- que le résumé du prospectus soit traduit en français et en néerlandais, voire dans l'une de ces deux langues si les communications à caractère promotionnel se rapportant à l'opération ne sont établies que dans une seule de ces deux langues<sup>235</sup>.

66. La CBFA est toutefois compétente pour prendre certaines mesures, dites "conservatoires". Ainsi, si elle estime que des irrégularités<sup>236</sup> ont été commises par l'émetteur, l'offreur, la personne qui sollicite l'admission à la négociation ou les établissements financiers chargés de l'offre publique, elle peut en informer l'autorité compétente qui a approuvé le prospectus. Si, en dépit des mesures prises par cette dernière ou en raison de l'inadéquation de ces mesures, ces irrégularités persistent, la CBFA peut, après en avoir informé l'autorité compétente de l'État membre d'origine, sur pied de l'article 39 alinéa 2 de la Loi, prendre "*toutes les mesures qui s'imposent pour protéger les investisseurs*", et notamment celles visées par l'article 67 de la Loi<sup>237</sup>. La CBFA est néanmoins tenue d'en informer la Commission européenne dans les meilleurs délais<sup>238</sup>.

67. La CBFA peut également, si des faits nouveaux significatifs, des erreurs ou des inexactitudes substantielles concernant les informations contenues dans le prospectus surviennent ou apparaissent après l'approbation du prospectus par les autorités compétentes de l'État membre d'origine et la notification par ces dernières à la CBFA du dossier susmentionné, attirer l'attention de ces autorités compétentes sur la nécessité d'actualiser les informations contenues dans le prospectus. Si le prospectus fait l'objet d'un supplément, ce supplément bénéficiera du passeport moyennant le respect des conditions susmentionnées.

### 7.4. Les règles applicables aux prospectus approuvés par délégation par la CBFA

68. La Directive permet à une autorité compétente d'un État membre de déléguer l'approbation d'un prospectus<sup>239</sup> à l'autorité compétente d'un autre État membre<sup>240</sup>. En vertu de l'article 33 de la Loi, la CBFA peut, dans les trois jours ouvrables à dater de la réception de l'avis visé par l'article

<sup>231</sup>. *Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 46. Contra: European Commission, 3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records, p. 10 ("It is not sufficient for the issuer etc. to allow the investor to inspect a physical copy at a designated premise").*

<sup>232</sup>. Le respect de ces différentes conditions est assorti de sanctions pénales (art. 69, 2° de la Loi).

<sup>233</sup>. Voy. n° 39.

<sup>234</sup>. Cette condition ne figure pas dans la Directive. Le Gouvernement a toutefois estimé nécessaire de la maintenir au motif que, "*si cette condition n'est pas expressément prévue à l'article 38 du projet de loi, il n'y aura aucune disposition dans la loi belge prévoyant que seuls les prospectus encore valides (donc publiés moins de douze mois auparavant) peuvent être publiés en Belgique sous le couvert du passeport*" (*Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 59*). Cette condition nous semble toutefois superflue, étant entendu qu'elle doit, par définition, figurer dans la législation nationale de l'État membre d'origine et que, comme le soulignent les travaux préparatoires, "*elle ne donnera lieu à aucune procédure administrative supplémentaire au niveau de la CBFA. Le contenu du dossier devant lui être transmis n'est en effet nullement modifié*" (*ibid.*).

<sup>235</sup>. En conséquence, un offreur qui limite son public cible à une seule communauté linguistique (néerlandophone, francophone ou germanophone) et qui ne fait la promotion de son offre que dans une seule langue nationale, peut n'établir le résumé du prospectus que dans cette langue. Ce régime s'inspire d'une pratique actuelle développée par la CBFA (voy. CBFA, *Rapport annuel 1998-1999*, pp.105 et s.).

<sup>236</sup>. Par "irrégularités", la Loi désigne des "*violations des dispositions législatives ou réglementaires applicables*" (art. 39 al. 2). Il nous semble que rien n'interdit que ces dispositions soient des dispositions de droit belge ou des dispositions relevant de la législation d'autres États membres.

<sup>237</sup>. Voy. n° 90.

<sup>238</sup>. Art. 23.2. de la Directive.

<sup>239</sup>. Si le prospectus consiste en trois documents distincts, cette délégation doit concerner les trois documents en question (European Commission, *3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records, p. 9*).

<sup>240</sup>. Ceci peut notamment se révéler utile "*lorsqu'un document unique contient plusieurs prospectus de base et que chacun d'entre eux doit être approuvé par une autorité compétente différente*" (27<sup>ème</sup> Considérant du Règlement).

32 § 1<sup>er</sup><sup>241</sup>, déléguer l'approbation du prospectus à l'autorité compétente d'un autre État membre de l'EEE, moyennant l'accord de cette dernière<sup>242</sup>. Dans les trois jours ouvrables qui suivent la date de la décision de la CBFA<sup>243</sup>, cette dernière doit notifier cette délégation à la personne qui lui a donné l'avis, laquelle modification fait courir les délais applicables au contrôle et à l'approbation du prospectus<sup>244</sup>. On relèvera que, dans ce cas de figure, c'est également l'autorité compétente de cet État membre qui sera compétente pour approuver tout supplément au prospectus, pour des raisons pratiques évidentes<sup>245</sup>.

69. De la même manière, la Section 3 du Chapitre II de la Loi définit les règles applicables aux prospectus qui sont approuvés par délégation par la CBFA, lorsque la Belgique

n'est pas l'État membre d'origine. L'autorité compétente dudit État membre d'origine a en effet la faculté de déléguer à la CBFA cette compétence, même si aucun prospectus ne doit pas être publié en Belgique. Si la CBFA accepte cette délégation, elle doit, dans les trois jours ouvrables qui suivent la date de sa décision<sup>246</sup>, notifier son accord à l'autorité de l'État membre d'origine ainsi qu'à l'émetteur, à l'offreur ou à la personne qui sollicite l'admission à la négociation, en l'invitant à déposer un dossier conformément à l'article 32 § 1<sup>er</sup> de la Loi<sup>247</sup>. Dans ce cas, les règles relatives aux prospectus devant être approuvés par la CBFA visées par le chapitre II de la Loi s'appliquent en ce qui concerne le contenu, la forme, la langue, la validité, l'actualisation, la portée communautaire et l'approbation du prospectus.

## 8. LES RÈGLES EN MATIÈRE DE PROSPECTUS APPLICABLES AUX OPÉRATIONS “NON HARMONISÉES”

70. Comme indiqué précédemment, par opération “non harmonisée”, il faut entendre les opérations suivantes, dans la mesure où elles requièrent la publication d'un prospectus:

- les offres publiques d'instruments de placement autres que des valeurs mobilières qui ont lieu sur le territoire belge<sup>248</sup>;
- les offres publiques de valeurs mobilières d'un montant total inférieur à 2.500.000 euros qui ont lieu sur le territoire belge; et
- les admissions à la négociation d'instruments de placement autres que les valeurs mobilières sur un marché réglementé belge<sup>249</sup>.

71. Les règles relatives aux prospectus qui doivent être publiés dans le cadre de ces opérations “non harmonisées” ont été calquées pour l'essentiel sur les règles applicables aux opérations “harmonisées”<sup>250</sup>, et ce pour “des raisons de clarté et de simplicité”<sup>251</sup>. On renverra par conséquent le lecteur au chapitre ci-dessus, et l'on se contentera de mettre ici

en exergue les différences notables existantes entre les deux régimes légaux:

- *portée communautaire du prospectus*: les prospectus approuvés par la CBFA dans le cadre d'opérations “non harmonisées” ne peuvent pas bénéficier de la portée communautaire du prospectus, hormis les cas de “opt-in” visés par la Directive<sup>252</sup>. Ils ne peuvent par conséquent être utilisés que pour les offres publiques et les demandes d'admission qui ont lieu exclusivement sur le territoire belge;
- *forme du prospectus*: le prospectus peut également être établi sous la forme d'un document unique, de trois documents distincts ou d'informations incluses “par référence”. On relèvera que rien ne s'oppose à ce qu'un émetteur qui dispose d'un document d'enregistrement approuvé par la CBFA dans le cadre d'une opération “harmonisée”, utilise celui-ci dans le cadre d'une opération “non harmonisée”<sup>253</sup>. L'article 49 de la Loi élargit également le régime dérogatoire existant pour les “pro-

<sup>241</sup>. Voy. n° 54.

<sup>242</sup>. Cette décision est susceptible d'un recours devant la cour d'appel de Bruxelles, en vertu de l'art. 121 de la Loi du 2 août 2002, tel qu'il devrait être prochainement modifié.

<sup>243</sup>. Art. 13.5. de la Directive (la Loi dispose que cette notification doit être faite “sans délai” (art. 33)).

<sup>244</sup>. Le contrôle et l'approbation du prospectus se déroulent selon la procédure établie par l'État membre d'accueil.

<sup>245</sup>. European Commission, *3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 – Summary Records*, p. 9.

<sup>246</sup>. Art. 13.5. de la Directive.

<sup>247</sup>. Voy. n° 54.

<sup>248</sup>. Le Roi peut déclarer certaines dispositions de la Loi inapplicables à certains instruments de placement, pour autant que l'offre soit faite par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement, et que ces instruments soient admis à la négociation sur certains marchés réglementés (art. 15 § 4, 2° de la Loi) ou que ces instruments soient émis par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement (art. 15 § 5). L'*Exposé des motifs* de la Loi souligne en effet que, dans une telle hypothèse, “l'émetteur d'instruments de placement est un prestataire de services d'investissement, sa stabilité financière fait l'objet d'un contrôle de type prudentiel et il est soumis à des obligations en matière d'information via les règles de conduite” (*Exposé des motifs*, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 37).

<sup>249</sup>. Les entreprises de marché desdits marchés réglementés peuvent solliciter du Roi qu'il déclare certaines dispositions de la Loi inapplicables à certains de ces instruments de placement (art. 15 § 4, 1° de la Loi).

<sup>250</sup>. Voy. n° 32.

<sup>251</sup>. *Exposé des motifs*, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 62.

<sup>252</sup>. Voy. n° 7.

<sup>253</sup>. Voy. en ce sens: *Exposé des motifs*, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 65.

grammes d'offre" à tous les types d'instruments de placement, dans la mesure où ils concernent des opérations "non harmonisées" par la Directive;

- *contenu du prospectus*: le prospectus ne doit pas comprendre les informations visées par le Règlement, mais les seules informations énumérées dans un arrêté royal, pour l'heure l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991. La CBFA est également habilitée, si le Roi le lui autorise<sup>254</sup>, à accorder des dérogations à ce régime, moyennant une "publicité adéquate, régulière et non nominative de la politique suivie"<sup>255</sup>. Le prospectus doit enfin comporter un résumé "non technique", ainsi qu'un avertissement spécifique<sup>256</sup>;
- *procédure d'approbation du prospectus*: la procédure est identique, hormis le fait que, comme le prévoyait la Loi du 22 avril 2003, la CBFA peut, lorsque la Loi le lui autorise, accorder une dispense partielle ou totale à l'obligation de publier un prospectus. Une telle faculté n'existe toutefois pas pour les opérations "harmonisées", sauf dans les cas visés par l'article 18 de la Loi<sup>257</sup>;
- *supplément au prospectus*: la Loi prévoit également la possibilité que le prospectus ne mentionne pas le prix définitif de l'offre ou le nombre définitif des valeurs mobilières offertes au public, reproduisant les dispositions contenues à l'article 27 § 1<sup>er</sup> de la Loi.

## 9. LES RÈGLES APPLICABLES AUX AUTRES DOCUMENTS SE RAPPORTANT À L'OPÉRATION

### 9.1. Les communications, documents et avis se rapportant à l'opération

72. La Loi réglemente les "communications à caractère promotionnel", soit "toute annonce relative à une offre publique spécifique d'instruments de placement ou à une admission d'instruments de placement à la négociation visant à promouvoir spécifiquement la souscription ou l'acquisition de ces instruments de placement, quel que soit le support utilisé"<sup>258</sup>, ainsi que tous les autres documents ou avis qui se rapportent à une offre publique ou à une admission à la négociation, diffusés "à l'initiative de l'émetteur, de l'offreur, ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation ou les intermédiaires désignés par eux"<sup>259</sup>. Cette définition est donc relativement large, puisqu'elle vise notamment les rapports d'analystes qui seraient distribués au public par les membres du syndicat de garantie ou de placement<sup>260</sup>. Elle vise par ailleurs tant les communications se rapportant à une opération en cours que celles se rapportant à une opération à venir, pour laquelle le prospectus n'a pas encore été publié<sup>261</sup>. Par contre, elle ne vise pas les communications à caractère promotionnel se rapportant à des opéra-

tions qui ne présenteraient pas un caractère "public", comme les offres destinées à des investisseurs qualifiés ou à moins de cent investisseurs particuliers.

73. La Directive, contrairement au régime existant en matière de prospectus, ne confère pas de passeport à ces communications, documents et avis, se contentant de charger l'autorité compétente de l'État membre d'origine de vérifier que "les activités promotionnelles concernant l'offre au public ou l'admission à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières sont conformes aux principes énoncés (par la Directive)"<sup>262</sup>. Le législateur belge est donc habilité à réglementer librement de telles communications relatives à des opérations "harmonisées" lorsque la Belgique est l'État membre d'origine<sup>263</sup>. Par facilité, il a étendu ce régime à toutes les offres publiques d'instruments de placement qui ont lieu sur le territoire belge et à toutes les admissions à la négociation d'instruments de placement sur un marché réglementé belge, que ces opérations soient ou ne soient pas des opérations "harmonisées"<sup>264</sup>. La Loi exclut par contre de son champ d'application les offres publiques et les admissions à la négociation d'instruments de placement

<sup>254</sup> Les art. 9, c) et d) de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991 autorisent déjà la CBFA à dispenser d'inclure dans le prospectus certains renseignements prévus par les schémas annexés "lorsque les renseignements en cause n'ont qu'une faible importance et ne sont pas de nature à influencer sur l'appréciation du patrimoine, de la situation financière, des résultats et des perspectives de l'émetteur" ou "lorsque la divulgation des renseignements en cause est contraire à l'intérêt public ou comporte pour l'émetteur un préjudice grave". En vertu de l'art. 3 al. 3 de ce même arrêté, "lorsque certains types de renseignements contenus dans le schéma annexé de référence se révèlent inadaptés à l'activité ou à la forme juridique de l'émetteur ou à la nature des titres et valeurs émis, le prospectus doit fournir des renseignements équivalents". Ces dispositions constituent le pendant des art. 27 § 2 et 3 de la Loi.

<sup>255</sup> Art. 46, 4<sup>o</sup> de la Loi.

<sup>256</sup> Cet avertissement diffère légèrement de celui prévu pour les opérations "harmonisées". Il peut être résumé comme suit: "Ce résumé doit être lu comme une introduction au prospectus. Toute décision d'investir dans les instruments de placement concernés doit être fondée sur un examen exhaustif du prospectus. Aucune responsabilité civile ne peut être attribuée à quiconque sur la base du seul résumé ou de sa traduction sauf contenu trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus" (art. 44 § 2 de la Loi).

<sup>257</sup> Voy. n<sup>o</sup> 29.

<sup>258</sup> Art. 11 de la Loi.

<sup>259</sup> Art. 58 § 1<sup>er</sup> de la Loi. L'art. 18 § 4 de la Loi du 22 avril 2004 réglementait de la même manière "les avis, la publicité ou autres documents qui, à l'initiative de l'offrant ou de l'émetteur ou des intermédiaires désignés par eux, se rapportent à l'opération ou l'annoncent ou la recommandent".

<sup>260</sup> Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 71.

<sup>261</sup> Voy. n<sup>o</sup> 15.

<sup>262</sup> Art. 15.6. de la Directive.

<sup>263</sup> Ceci n'exclut pas un contrôle de ces communications, documents et avis dans l'État membre d'accueil (Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 70).

<sup>264</sup> Art. 57 § 1<sup>er</sup> de la Loi.

émis par des OPC, lesquelles sont régies par la Loi du 20 juillet 2004, à l'exception de l'article 59 de la Loi<sup>265</sup>.

74. La Directive ne précise pas le type de contrôle applicable à ces communications. À cet égard, le législateur belge a pris le parti d'en revenir au régime qui prévalait du temps de l'Arrêté Royal n° 185<sup>266</sup>, à savoir que de telles communications ne peuvent être rendues publiques qu'après avoir été préalablement approuvées par la CBFA<sup>267</sup>. Cette dernière n'est toutefois pas habilitée à exercer un tel pouvoir si l'opération à laquelle se réfèrent ces communications n'a pas donné lieu à la publication d'un prospectus<sup>268</sup>. Dans le cas contraire, la CBFA doit approuver ces communications à caractère promotionnel préalablement à leur publication, que la CBFA ait ou non été l'autorité compétente qui a été chargée d'approuver le prospectus<sup>269</sup>. Elle dispose pour ce faire d'un délai de cinq jours ouvrables à dater de la réception de ces communications, documents et avis<sup>270</sup> pour vérifier qu'ils répondent aux prescriptions de la Loi et du Règlement, à savoir qu'ils répondent aux exigences suivantes:

- a) ils doivent annoncer qu'un prospectus a été, est ou sera publié et indiquer où les investisseurs peuvent se le procurer<sup>271</sup>, hormis dans les cas d'exemption à l'obligation de publier un prospectus, conformément à l'article 18 de la Loi<sup>272</sup>;
- b) ils ne peuvent contenir d'information trompeuse ou inexacte et, s'ils ont un caractère promotionnel, ils doivent être clairement reconnaissables en tant que tel;

- c) ils ne peuvent contenir d'information qui ne soit pas compatible avec les informations contenues dans le prospectus, comme toute information, diffusée "*oralement ou par écrit*"<sup>273</sup>, même si elle n'a pas de visée promotionnelle;
- d) ils doivent répondre aux exigences prévues par le Roi pour les seules communications, documents et avis qui ont trait à des offres publiques ou à des admissions à la négociation sur le territoire belge;
- e) ils ne peuvent mentionner l'intervention de la CBFA ou de toute autre autorité compétente d'un État membre de l'EEE, excepté la mention de l'approbation du prospectus<sup>274</sup>;
- f) ils doivent être accompagnés, le cas échéant, d'une traduction en français, en néerlandais ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA<sup>275</sup>;
- g) ils doivent, par analogie avec les règles applicables en matière de prospectus, correspondre, tant en terme de contenu que de forme, avec la version originale de ces communications, documents et avis telle qu'elle est approuvée par la CBFA<sup>276</sup>.

75. Dans un souci d'égalité de traitement de tous les investisseurs, l'article 59 de la Loi dispose également<sup>277</sup> que, même en l'absence de prospectus, toutes "*les informations importantes fournies, de manière directe ou indirecte, par l'offreur ou l'émetteur et adressées aux investisseurs quali-*

<sup>265</sup>. Voy. n° 75.

<sup>266</sup>. Art. 29ter § 1<sup>er</sup> de l'Arrêté Royal n° 185. Voy. également en ce sens l'art. 53 § 2 de la Loi du 20 juillet 2004 ou l'art. 14 al. 1<sup>er</sup> de l'Arrêté Royal du 31 octobre 1991.

<sup>267</sup>. Art. 60 § 1<sup>er</sup> de la Loi. Cette obligation est assortie de sanctions pénales (art. 69, 2<sup>o</sup> de la Loi). On se souviendra que l'art. 18 § 4 de la Loi du 22 avril 2003 disposait quant à lui que "*les avis, la publicité ou autres documents qui, à l'initiative de l'offrant ou de l'émetteur ou des intermédiaires désignés par eux, se rapportent à l'opération ou l'annoncent ou la recommandent, sont soumis à la CBFA avant leur publication*".

<sup>268</sup>. Dans cette hypothèse, ces communications, documents et avis doivent néanmoins répondre aux prescriptions de l'art. 58 de la Loi, ce que ne prévoit pas la Directive, en vertu de laquelle ces prescriptions "*ne s'appliquent que dans les cas où l'émetteur, l'offreur ou la personne sollicitant l'admission est soumise à l'obligation de publier un prospectus*" (art. 15.1. de la Directive).

<sup>269</sup>. Art. 57 § 2 al. 1<sup>er</sup> de la Loi. L'art. 15.6. de la Directive dispose pourtant que seule "*l'autorité compétente de l'État membre d'origine est habilitée à vérifier que les activités à caractère promotionnelles*" sont conformes à la Directive. Il en résulte que "*deux autorités de contrôle sont compétentes en matière de communications à caractère promotionnel: celle du pays d'origine et celle du pays d'accueil. Cela signifie qu'une seconde autorité de contrôle intervient dans l'approbation de communications à caractère promotionnel et qu'il pourrait donc y avoir divergence de vues entre les autorités de contrôle*" (Amendement de M. Devlies, *Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/002, p. 2). Il importe dès lors que, dans le cas d'opérations transfrontalières, la CBFA coordonne son action avec les autres autorités compétentes (35<sup>ème</sup> Considérant du Règlement).

<sup>270</sup>. En vertu de l'art. 60 § 4 de la Loi, seuls l'offreur, l'émetteur, la personne qui sollicite l'admission à la négociation ou les intermédiaires désignés par eux peuvent introduire un recours contre un refus de la CBFA d'approuver les communications à caractère promotionnel, autres documents et avis, conformément à l'art. 121 de la Loi du 2 août 2002. La décision de les approuver n'est pas susceptible de recours. Ce refus ne fera cependant pas obstacle au passeport conféré au prospectus, ni à la réalisation de l'opération: "*l'offre pourra avoir lieu et le prospectus pourra être publié tant dans l'État membre d'origine que dans le (ou les) État(s) membre(s) d'accueil. (...) En effet, seul(s) le (ou les) document(s) ou avis posant problème devra(ont) être adapté(s) avant publication ou retiré(s). Ceci n'aura donc pas pour effet de bloquer l'ensemble de la campagne publicitaire éventuelle*" (*Exposé des motifs*, *Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, pp. 69 et 73).

<sup>271</sup>. Suivant en cela l'art. 14.3. de la Directive, il est recommandé que ces communications, documents et avis précisent également "*comment le prospectus a été mis à la disposition du public*".

<sup>272</sup>. Voy. n° 29.

<sup>273</sup>. Art. 15.4. de la Directive.

<sup>274</sup>. Cette règle figurait déjà, pour ce qui concerne l'intervention de la CBFA, à l'art. 16 al. 2 de la Loi du 22 avril 2003, mais elle a été étendue aux autorités compétentes d'autres États membres qui seraient amenées à contrôler les communications à caractère promotionnel et autres documents et avis diffusés dans le cadre d'opérations se déroulant sur le territoire belge, étant elles-mêmes compétentes pour approuver le prospectus.

<sup>275</sup>. Cette traduction se justifie par le fait que la CBFA peut être amenée à approuver des communications, documents et avis diffusés dans le cadre d'opérations ayant lieu en dehors du territoire belge, lorsqu'elle est l'autorité de contrôle compétente pour approuver le prospectus.

<sup>276</sup>. Cette obligation est assortie de sanctions pénales (art. 69, 8<sup>o</sup> de la Loi).

<sup>277</sup>. Cette disposition est la seule à s'appliquer aux offres publiques et aux admissions à la négociation d'instruments de placement émis par des organismes de placement collectif (art. 57 § 2 al. 2 de la Loi).

fiés ou à des catégories spéciales d'investisseurs" doivent être communiquées à tous les investisseurs auxquels l'offre s'adresse. La Loi cite expressément comme exemple les informations diffusées lors des *road shows* ou communiquées aux analystes financiers<sup>278</sup>, ce qui n'est pas sans soulever des problèmes pratiques<sup>279</sup>. La Loi ne précise pas comment ces informations doivent être communiquées, se contentant d'indiquer que, lorsqu'un prospectus doit être publié, ces informations doivent y figurer<sup>280</sup>. La CBFA pourrait donc être amenée, lors de l'examen de ces informations, à exiger que soit publié un supplément au prospectus, lequel doit également être approuvé par la CBFA<sup>281</sup>.

## 9.2. Les communications relatives aux résultats de l'opération

76. La Loi assouplit par contre le régime tel qu'il était en vigueur sous l'empire de la Loi du 22 avril 2003 en matière de publication des résultats de l'offre<sup>282</sup>. En effet, si elle maintient le principe selon lequel ceux qui ont procédé à une offre publique d'instruments de placement sur le territoire belge doivent fournir à la CBFA tous renseignements utiles sur le résultat de l'offre, elle limite cette obligation aux seules hypothèses où l'opération a requis la publication d'un prospectus. Ce n'est en outre que lorsque l'opération porte sur des titres de capital, et donc que "*le résultat est susceptible d'intéresser le public en raison de (son) effet dilutif potentiel*"<sup>283</sup> que ce résultat doit être publié, selon les modalités arrêtées par la CBFA<sup>284</sup>.

## 9.3. L'obligation d'information annuelle

77. L'article 10 de la Directive impose aux sociétés dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé le dépôt annuel, auprès de leur(s) autorité(s) de contrôle<sup>285</sup>, d'un document qui fait la synthèse des informations publiées au cours des douze mois qui précèdent. L'objectif est "*d'assurer la publication régulière d'informations cohérentes et faciles à comprendre*"<sup>286</sup>. La Loi reproduit cette obligation en ses articles 65 et 66, pour les seules sociétés dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé situé dans l'EEE dont la Belgique a été l'État membre d'origine<sup>287</sup>, que ce soit lors d'une offre publique ou d'une admission à la négociation sur un marché réglementé de ces mêmes valeurs mobilières<sup>288</sup>. Suivant en cela l'article 10.3. de la Directive, la Loi exclut par ailleurs de son champ d'application les émetteurs de titres autres que de capital<sup>289</sup> dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50.000 euros<sup>290</sup>.

78. La Loi impose par conséquent aux émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé une obligation nouvelle en matière d'information du public, qui vient s'ajouter à celles visées par l'arrêté royal du 31 mars 2003 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé belge<sup>291</sup>. Ceux-ci sont en effet tenus de déposer auprès de la CBFA<sup>292</sup> et de publier selon les mêmes modalités de publication que celles prévues en matière de publication des prospectus<sup>293</sup>, au plus tard vingt jours ouvrables après la publication de leurs états financiers

278. On se souviendra que le dossier transmis à la CBFA aux fins d'obtenir l'approbation du prospectus doit être complété par (i) les rapports d'analystes établis dans le cadre de l'opération par les membres du syndicat de garantie ou de placement; et (ii) le matériel communiqué aux analystes en vue de la rédaction de ces rapports (art. 32 § 1<sup>er</sup> al. 3 et 52 § 1<sup>er</sup> al. 3 de la Loi).

279. On pense en particuliers aux films qui seraient projetés à l'occasion de *road shows*.

280. Art. 59 al. 2 de la Loi.

281. On relèvera que cette obligation est assortie de sanctions pénales (art. 69, 2<sup>o</sup> de la Loi).

282. Pour rappel, en vertu de l'art. 24 de la Loi du 22 avril 2003, "*ceux qui ont procédé à une offre publique de titres fournissent à la CBFA tous renseignements utiles et indiqués par la CBFA sur le résultat de cette opération et rendent public ce résultat selon les modalités déterminées par la CBFA*".

283. *Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 76.

284. Cette obligation est assortie de sanctions pénales (art. 69, 2<sup>o</sup> de la Loi).

285. Un émetteur pourra dès lors se trouver dans l'obligation de déposer annuellement un document de synthèse auprès des autorités de contrôle de plusieurs États membres, dans la mesure où plusieurs États membres ont été considérés comme "État membre d'origine" pour les opérations réalisées antérieurement par ce même émetteur. "*Ce sera le cas s'il s'est adressé à plusieurs autorités de contrôle différentes pour l'approbation de ses prospectus*" (*Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 79).

286. 27<sup>ème</sup> Considérant de la Directive.

287. On renverra le lecteur à cet égard aux règles permettant de déterminer, selon la nature des instruments émis par un émetteur donné, son État membre d'origine (voy. n<sup>o</sup> 33).

288. Voy. en ce sens, *Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001*, p. 80.

289. Voy. n<sup>o</sup> 35.

290. L'art. 65 § 2 de la Loi précise que sont exclus (i) les émetteurs dont seuls les titres autres que de capital d'une valeur nominale unitaire d'au moins 50.000 euros sont admis à la négociation sur un marché réglementé; et (ii) les émetteurs qui ont uniquement fait approuver par la CBFA un ou plusieurs prospectus d'admission de ces titres autres que de capital d'une valeur nominale unitaire d'au moins 50.000 euros.

291. "*Under US law issuers offering securities to the public not only have to disclose all significant information (financial information, changes in major shareholdings, price sensitive information such as changes in the management of the company, acquisitions, etc.), but they have to do it on a continuous basis; i.e. when it happens. This is done by filing with the SEC one of the numerous forms for the different kinds of disclosure situations. The EU proposal is less burdensome: it only requires the annual updating of the registration document*" (European Commission, *The proposed prospectus directive – Frequently Asked Questions – 28 September 2001*, p. 9).

292. Ce document ne doit pas être soumis à l'approbation de la CBFA. Il doit par contre comporter une mention "*indiquant que certaines informations peuvent, le cas échéant, être obsolètes*" (art. 66 § 3 de la Loi).

293. Voy. n<sup>o</sup> 63.

annuels, un document mentionnant<sup>294</sup> ou reproduisant *in extenso*<sup>295</sup> “toutes les informations qu’ils ont publiées ou rendues publiques au cours des douze derniers mois dans un ou plusieurs États membres de l’EEE et dans des pays tiers pour satisfaire à leurs obligations au regard des dispositions

législatives communautaires et nationales concernant la réglementation en matière de valeurs mobilières, de droit des sociétés, d’émetteurs de valeurs mobilières et de marchés des valeurs mobilières”<sup>296</sup>.

## 10. LES RÈGLES APPLICABLES EN MATIÈRE DE RESPONSABILITÉ DU FAIT DU PROSPECTUS

79. La Directive n’a pas eu pour vocation d’harmoniser les règles applicables en matière de responsabilité du fait du prospectus. Le législateur a toutefois profité de sa transposition en droit belge pour réaménager les règles en la matière contenues à l’article 17 alinéa 1<sup>er</sup> de la Loi du 22 avril 2003, tout en procédant à certains aménagements “afin de mieux les adapter aux besoins de la pratique et afin d’améliorer la protection des investisseurs”<sup>297</sup>.

### 10.1. Les mentions devant figurer dans le prospectus

80. L’article 61 § 1<sup>er</sup> de la Loi définit un certain nombre de mentions en matière de responsabilité du fait du prospectus devant figurer dans tout prospectus. Il dispose ainsi que :

- le prospectus doit indiquer qui est responsable de l’intégralité du prospectus et de ses éventuels suppléments, en mentionnant, pour les personnes physiques, leur nom et leur fonction et, pour les personnes morales, leur nom et leur siège statutaire;
- l’émetteur et ses organes d’administration, de direction ou de surveillance, l’offreur, la personne qui sollicite

l’admission à la négociation ou le garant doivent assumer la responsabilité de l’intégralité du prospectus et de ses éventuels suppléments<sup>298</sup>, étant entendu que le prospectus peut indiquer les personnes qui seraient responsables pour une partie seulement du prospectus et de ses éventuels suppléments<sup>299</sup>;

- le prospectus doit reprendre une déclaration des personnes responsables certifiant que, à leur connaissance, “les données du prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d’omission de nature à en altérer la portée”<sup>300</sup>.

81. Ce faisant, l’article 61 § 1<sup>er</sup> de la Loi maintient le principe de la responsabilité solidaire des personnes responsables du prospectus tel qu’il est énoncé par l’article 17 alinéa 2 de la Loi du 22 avril 2003, le législateur estimant que celui-ci constitue “un instrument de protection efficace des investisseurs”<sup>301</sup>. Elle instaure par ailleurs un mécanisme d’indivisibilité de la responsabilité en matière de prospectus, afin de couvrir la responsabilité liée, “non seulement au caractère trompeur ou inexact des informations contenues dans le prospectus, mais aussi la responsabilité liée à des lacunes éventuelles dans le prospectus”<sup>302</sup>.

<sup>294</sup>. Dans ce cas, l’émetteur doit préciser où lesdites informations peuvent être obtenues (art. 66 § 2 de la Loi). Il doit par ailleurs préciser que “certaines informations peuvent être obsolètes” (art. 27.3. du Règlement).

<sup>295</sup>. Reprendre les informations *in extenso* peut présenter un avantage sur le plan de l’incorporation d’informations dans le prospectus par référence. En effet, les art. 30 et 50 de la Loi disposent que “la CBFA peut accepter que des informations soient incluses dans le prospectus par référence à un ou plusieurs documents publiés antérieurement ou simultanément et approuvés par l’autorité compétente ou déposés conformément à la Directive 2003/71/CE, et en particulier en vertu de son article 10” (soit l’art. 66 de la Loi).

<sup>296</sup>. Art. 66 § 1<sup>er</sup> de la Loi. Sont notamment visés les prospectus et les suppléments de prospectus publiés au cours de l’année, les rapports publiés conformément au droit des sociétés, les déclarations de participation importante, les informations occasionnelles et périodiques publiées en vertu de l’arrêté précité du 31 mars 2003.

<sup>297</sup>. *Exposé des motifs*, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 12.

<sup>298</sup>. La Loi nous semble sur ce point n’avoir pas correctement transposé la Directive. En effet, l’art. 61 § 1<sup>er</sup> al. 2 de la Loi dispose que “seuls l’émetteur et ses organes d’administration, de direction ou de surveillance, l’offreur, la personne qui sollicite l’admission à la négociation et le garant peuvent assumer la responsabilité de l’intégralité du prospectus et de ses éventuels suppléments”, alors que l’art. 6.1. de la Directive dispose que “Les États membres veillent à ce que la responsabilité des informations fournies dans un prospectus incombe au moins à l’émetteur ou à ses organes d’administration, de direction ou de surveillance, à l’offreur, à la personne qui sollicite l’admission à la négociation sur un marché réglementé ou au garant, selon le cas”. Comme l’a souligné la Commission, “at least one of the persons mentioned in Article 6(1) must be responsible for the whole prospectus, notwithstanding that there might be different persons might be responsible separately for particular parts of the prospectus” (European Commission, 4th Informal Meeting on Prospectus Transposition – 8 March 2005 – Summary Records, p. 4).

<sup>299</sup>. Art. 61 § 1<sup>er</sup> al. 2 et al. 3 *in fine* de la Loi.

<sup>300</sup>. Sont passibles de sanctions pénales ceux qui publient sciemment un prospectus, un supplément ou des communications à caractère promotionnel qui contiennent des informations trompeuses, inexactes ou incomplètes qui peuvent induire le public en erreur sur le patrimoine, la situation financière, les résultats ou les perspectives de l’offreur, de l’émetteur ou de la personne qui sollicite l’admission à la négociation ou sur les droits attachés aux instruments qui font l’objet de l’offre ou de l’admission à la négociation (art. 69, 4<sup>o</sup> et 5<sup>o</sup> de la Loi).

<sup>301</sup>. *Exposé des motifs*, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 74. Par contre, les personnes responsables d’une partie seulement du prospectus ne seront pas tenues solidairement avec celles responsables de l’intégralité du prospectus, “sans quoi la limitation de responsabilité perdrait tout effet” (B. CLERCKX, “Introduction à la nouvelle loi relative aux offres publiques”, in *Nieuwe regels inzake openbaar aanbod en prospectus – De omzetting in Belgisch recht van de Prospectusrichtlijn*, Vanden Broele Uitgeverij, 26 septembre 2006, p. 13).

<sup>302</sup>. *Ibid.*

## 10.2. La preuve de la responsabilité du fait du prospectus

82. La Loi instaure également une présomption réfragable de lien de causalité entre le caractère lacunaire, inexact ou trompeur des informations contenues dans le prospectus et le dommage subi par les investisseurs, lorsque ce caractère était susceptible “de créer un sentiment positif dans le marché ou d’influencer positivement le prix d’acquisition des instruments de placement”<sup>303</sup>. Ce faisant, le législateur entend également protéger les investisseurs qui, s’ils subissent un dommage, doivent en droit démontrer qu’ils se sont basés sur les informations contenues dans le prospectus pour investir, sur pied de l’article 1151 du Code civil<sup>304</sup>. Ils ne doivent désormais plus prouver que l’existence d’un dommage<sup>305</sup>, le caractère erroné des informations contenues dans le prospectus et le fait que ces informations ont influencé positivement le marché ou ont eu un impact positif sur le cours.

83. Les investisseurs qui auraient subi un dommage, qu’ils aient acquis les instruments de placement litigieux sur le marché primaire ou sur le marché secondaire, ne doivent dès lors plus prouver qu’ils ont effectivement lu l’information trompeuse contenue dans le prospectus, cette dernière étant présumée intégrée dans le cours des instruments offerts. Ils ne devront par ailleurs pas prouver l’existence d’une intention de fraude dans le chef des personnes responsables du prospectus. Il n’en reste pas moins que la charge de la preuve du fait que le prospectus a créé dans le marché un “sentiment positif” sera délicate, la CBFA ayant elle-même reconnu que les moyens de publicité utilisés dans le cadre d’une offre publique “peuvent séduire les investisseurs”, même s’ils ne peuvent “les induire en erreur”<sup>306</sup>.

84. Cette présomption n’est cependant pas sans soulever des difficultés. On se souviendra en effet que l’approbation d’un prospectus par la CBFA constitue non seulement “une appréciation définitive de la qualité de l’information produite

guée par l’offrant”<sup>307</sup>, mais également de son exhaustivité<sup>308</sup>. Il en résulte que, s’il apparaissait qu’un prospectus était incomplet, la CBFA pourrait être tenue responsable du préjudice éventuel subi par les investisseurs. Comme le soulignent toutefois les travaux préparatoires de la Loi, “ce sont les personnes désignées comme responsables du prospectus qui doivent assumer la responsabilité de l’absence de certaines informations dans le prospectus, a fortiori lorsque la personne chargée de rédiger le prospectus a sciemment omis de transmettre certaines informations à la CBFA. La responsabilité de la CBFA est distincte de celle encourue par ces personnes: en effet, son rôle est de vérifier si le prospectus satisfait aux exigences de la réglementation, mais non de rédiger le prospectus ou de suppléer à ceux qui sont chargés de le rédiger”<sup>309</sup>. La responsabilité de la CBFA ne pourrait par conséquent être engagée qu’en cas de dol ou de faute lourde, conformément à l’article 68 de la Loi du 2 août 2002<sup>310</sup>.

85. En outre, il n’en reste pas moins que ces règles en matière de responsabilité ne portent pas préjudice au principe selon lequel la responsabilité en matière de prospectus est une responsabilité à base de faute et ce, tant en ce qui concerne les émetteurs et les offreurs qu’en ce qui concerne les intermédiaires, et notamment les analystes financiers. Ainsi, par exemple, en ce qui concerne les éléments prévisionnels et/ou estimations inclus dans le prospectus ou les rapports d’analystes, il conviendra de vérifier s’ils sont fondés sur des hypothèses raisonnables et ont été établis avec le professionnalisme requis, afin de déterminer la responsabilité des émetteurs, offreurs et analystes financiers. À cette fin, le Règlement impose que le prospectus comprenne notamment “un rapport élaboré par des comptables ou des contrôleurs légaux indépendants, stipulant que, de l’avis de ces comptables ou contrôleurs légaux indépendants, la prévision ou l’estimation du bénéfice a été adéquatement établie sur la base indiquée et que la base comptable utilisée aux fins de cette prévision ou estimation est conforme aux méthodes comptables appliquées par l’émetteur”<sup>311</sup>.

<sup>303</sup> Art. 61 § 2 al. 2 de la Loi.

<sup>304</sup> “Dans le cas même où l’inexécution de la convention résulte du dol du débiteur, les dommages et intérêts ne doivent comprendre, à l’égard de la perte éprouvée par le créancier et du gain dont il a été privé, que ce qui est une suite immédiate et directe de l’inexécution de la convention” (art. 1151 C. civ.).

<sup>305</sup> En l’occurrence, l’écart entre le prix de l’offre et la valeur de marché des titres, qui intègre l’information manquante ou corrige l’information inexacte, le tout éventuellement majoré par la valeur que l’investisseur aurait pu espérer d’un investissement similaire au cours de la période litigieuse.

<sup>306</sup> CBFA, *Rapport annuel 2005*, p. 72.

<sup>307</sup> X. TATON, “La nature des nouvelles compétences de la cour d’appel de Bruxelles en matière d’offres publiques d’acquisition”, *R.D.C.B.* 2003, pp. 814-815.

<sup>308</sup> D. VAN GERVEN, “Het openbaar bod op stemrechtverlenende en daarmee gelijkgestelde effecten: de nieuwe procedure doorgelicht”, *T.R.V.* 1990, p. 145. *Contra*: Comm. Bruxelles (réf.) 25 novembre 1991, *Rev. prat. soc.* 1991, n° 6584, p. 279 (la CBFA ne garantit pas le caractère “complet” des informations contenues dans le prospectus).

<sup>309</sup> *Exposé des motifs, Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 75.

<sup>310</sup> L’art. 13.6. de la Directive indique à cet égard que “la présente Directive n’a pas pour effet de modifier la responsabilité des autorités compétentes, qui continue de relever exclusivement du droit national”.

<sup>311</sup> Voy. par exemple l’art. 13.2. de l’Annexe I du Règlement.

### 10.3. Les règles en matière de communication à caractère promotionnel

86. Les règles applicables en matière de responsabilité du prospectus sont par ailleurs dupliquées en matière de communications à caractère promotionnel, ou d'autres documents et avis se rapportant à l'opération, dans la mesure où ceux-ci contiennent des informations trompeuses, inexacts ou contradictoires par rapport au prospectus ou ne sont pas conformes aux dispositions de la Loi. Cette responsabilité

incombe à la personne à l'initiative de ces communications, documents ou avis, en l'occurrence l'émetteur, l'offreur, la personne qui sollicite l'admission à la négociation ou les intermédiaires désignés par ceux-ci. La Loi instaure également une présomption réfragable de lien de causalité entre le caractère erroné de ces communications, documents ou avis et le dommage subi par les investisseurs, lorsque ce caractère erroné était susceptible "de créer un sentiment positif dans le marché ou d'influencer positivement le prix d'acquisition des instruments de placement"<sup>312</sup>.

## 11. LES RÈGLES APPLICABLES EN MATIÈRE D'INTERMÉDIATION

87. La Loi reproduit les règles applicables en matière d'intermédiation en cas d'offre publique, initialement visées par la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers, et ensuite transposées au Chapitre III de la Loi du 22 avril 2003, nonobstant le fait que ces règles ont trait "à la commercialisation des instruments offerts et non à l'information devant être fournie aux investisseurs"<sup>313</sup>. Par intermédiation, la Loi vise "toute intervention, même à titre d'activité temporaire ou accessoire, et en quelque qualité que ce soit, à l'égard d'investisseurs dans le placement d'une offre publique pour le compte de l'offreur ou de l'émetteur, contre rémunération ou avantage de quelque nature que ce soit et octroyé directement ou indirectement par l'offreur ou l'émetteur"<sup>314</sup>.

88. La Loi précise qu'elle ne vise que les offres publiques d'instruments de placement qui sont effectuées sur le territoire belge, indistinctement selon que l'offre soit "harmonisée" ou "non harmonisée", ou que le prospectus ait été approuvé par la CBFA ou par l'autorité compétente d'un autre État membre de l'EEE, voire même que l'offre ait bénéficié d'une exemption à l'obligation de publier un prospectus en vertu de l'article 18 de la Loi<sup>315</sup>. Par contre, la Loi ne vise pas les admissions à la négociation, que ce soit sur un

marché réglementé ou sur un marché non réglementé, lesquelles peuvent en théorie intervenir sans l'intervention d'un intermédiaire financier puisqu'elles n'impliquent pas *de facto* un "placement d'instruments de placement dans le public"<sup>316</sup>. Elle exclut par ailleurs expressément de son champ d'application les offres publiques d'instruments de placement émis par des organismes de placement collectif, régies par la Loi du 20 juillet 2004<sup>317</sup>.

89. En vertu de l'article 56 de la Loi, si une offre effectuée sur le territoire belge présente un caractère "public" au sens de la Loi, et que l'offreur ou l'émetteur souhaite faire appel à un intermédiaire rémunéré pour assurer le placement de ses instruments de placement, la Loi impose<sup>318</sup> le recours à un certain nombre d'intermédiaires financiers limitativement énumérés à l'article 56 de la Loi<sup>319</sup>. Ce monopole vise à offrir une protection adéquate aux investisseurs, les intermédiaires visés à l'article 56 étant soumis à des règles de conduite spécifiques dans le cadre des services financiers qu'ils fournissent. Ce monopole est cependant relatif, dans la mesure où, même si l'offre présente un caractère "public", l'offreur ou l'émetteur a toujours la possibilité "de recueillir lui-même les acceptations de son offre publique"<sup>320</sup>.

<sup>312</sup>. Art. 61 § 4 al. 2 de la Loi.

<sup>313</sup>. *Exposé des motifs, Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 67.

<sup>314</sup>. Art. 13 de la Loi. On se souviendra qu' "est présumée agir pour le compte de la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement, toute personne qui perçoit directement ou indirectement une rémunération ou un avantage à l'occasion de l'offre" (art. 3 § 1<sup>er</sup> al. 2 de la Loi).

<sup>315</sup>. Voy. en ce sens, *Exposé des motifs, Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 68.

<sup>316</sup>. *Exposé des motifs, Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 67.

<sup>317</sup>. Cette dernière contient des dispositions analogues en son art. 62bis, tel qu'introduit par l'art. 102 de la Loi.

<sup>318</sup>. Cette obligation est assortie de sanctions pénales (art. 69, 2<sup>o</sup> de la Loi).

<sup>319</sup>. Cette liste est strictement identique à celle visée auparavant par l'art. 12 de la Loi du 22 avril 2003.

<sup>320</sup>. Art. 56 al. 2 de la Loi. Cet art. dispose également que l'offreur ou l'émetteur peut "confier cette tâche à une entreprise qui lui est liée dans le cas où l'offre s'adresse aux membres du personnel de l'entreprise liée".

## 12. LES POUVOIRS DE LA CBFA

90. En matière de pouvoirs des autorités de contrôle, la Directive a établi un régime minimal, que les États membres sont libres de compléter. Aussi l'article 67 de la Loi a-t-il pris le parti de compléter les pouvoirs visés par les articles 21.3. et 21.4. de la Directive par des pouvoirs inspirés de ceux contenus dans la Loi du 22 avril 2003<sup>321</sup>, de manière à permettre à la CBFA d'assurer le respect des obligations contenues dans la Loi. La CBFA dispose par conséquent de pouvoirs étendus pour vérifier que le prospectus contient non seulement une information objective<sup>322</sup>, mais également une information "de qualité"<sup>323</sup>:

- elle peut exiger, outre de compléter le dossier et le projet de prospectus qui lui sont transmis<sup>324</sup>, de se faire communiquer toute information et tout document par l'émetteur, l'offreur, la personne qui sollicite l'admission à la négociation, les personnes qui les contrôlent ou qui sont contrôlées par eux, leurs commissaires et leurs dirigeants, et les intermédiaires financiers intervenant dans le cadre de l'opération<sup>325</sup>;
- elle peut enjoindre l'offreur, l'émetteur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation de prendre certaines mesures si elle estime que l'opération risque de se faire ou se fait dans des conditions qui peuvent induire le public en erreur sur le patrimoine, la situation financière, les résultats ou les perspectives de l'offreur et/ou de l'émetteur ou sur les droits attachés aux instruments de placement qui font l'objet de l'opération, et suspendre l'opération tant que ces mesures n'ont pas été prises;
- elle peut, si elle constate ou elle a des motifs raisonnables de croire qu'il y a eu violation de la Loi, interdire ou suspendre une opération pendant dix jours ouvrables consécutifs, renouvelables, le cas échéant en enjoignant à l'entreprise de marché concernée de suspendre la négociation pendant dix jours ouvrables consécutifs, renouvelables, nonobstant le fait qu'elle ait ou non approuvé le prospectus;
- elle peut, si elle estime qu'une communication à caractère promotionnel ou un autre document ou avis a été diffusé en violation de la Loi, suspendre cette diffusion pendant dix jours ouvrables consécutifs, renouvela-

bles, interdire ou ordonner le retrait de cette diffusion, ordonner la diffusion d'un rectificatif ou procéder elle-même à cette diffusion si celle-ci n'a pas été effectuée à l'expiration du délai fixé;

- elle peut effectuer des inspections et expertises sur place<sup>326</sup>, prendre connaissance et copie sur place de tout document, fichier et enregistrement, et avoir accès à tout système informatique, afin de s'assurer du respect des dispositions de la Loi, étant entendu que ces pouvoirs d'investigation ne s'étendent pas à des habitations privées;
- elle peut prendre toutes les mesures qui s'imposent pour protéger les investisseurs si, lorsqu'un prospectus a été publié en Belgique sous le couvert du passeport, elle estime que des irrégularités ont été commises par l'émetteur, par l'offreur ou par les établissements financiers chargés de la procédure d'offre publique<sup>327</sup>.

91. La méconnaissance d'une suspension, d'une interdiction ou d'un refus d'approuver un prospectus par la CBFA est assortie de sanctions pénales (art. 69, 3° de la Loi). La CBFA peut en outre accompagner ses décisions de mesures coercitives. Elle peut ainsi rendre publiques ses décisions ou rendre public le fait que l'émetteur ne se conforme pas à ses obligations, "sauf si cette publicité risquerait de perturber gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause"<sup>328</sup>. Elle peut également assortir ces décisions d'une astreinte qui ne peut être, par jour calendrier, supérieure à 50.000 euros, ni, pour la méconnaissance d'une même injonction, supérieure à 2.500.000 euros. Elle peut faire de même, plus généralement, si elle constate une infraction aux dispositions de la Loi<sup>329</sup>. Elle peut enfin coopérer avec les autorités compétentes des autres États membres de l'EEE, notamment par des échanges d'information, en particulier lorsque des prospectus circulent en Belgique ou à l'étranger sous le bénéfice du passeport européen<sup>330</sup>.

92. L'article 26 de la Directive impose enfin que "les décisions prises en vertu de dispositions législatives, réglementaires et administratives adoptées en application de la pré-

<sup>321</sup>. Ces pouvoirs ne portent pas préjudice aux pouvoirs conférés à la CBFA en vertu d'autres dispositions légales, notamment l'art. 34 de la Loi du 2 août 2002, qui vise essentiellement à assurer le respect, par les sociétés cotées, des obligations pesant sur elles en matière d'information occasionnelle ou périodique, d'abus d'information privilégiée ou de manipulation de cours.

<sup>322</sup>. Comme le souligne A. BRUYNEEL, un prospectus, comme toute publicité, "fait connaître un produit ou un service (c'est l'aspect 'information') et le vante (c'est l'aspect 'publicité' au sens étroit) afin d'inciter un public plus ou moins large à l'acquiescer" (A. BRUYNEEL, "Les prospectus financiers", in *Mélanges John Kirkpatrick*, Bruylant, 2004, p. 112).

<sup>323</sup>. R. PRIoux, "La transparence, principe général de droit en matière d'information des actionnaires et du marché?", *J.T.* 1994, p. 226, n° 33.

<sup>324</sup>. Art. 32 § 2 et 52 § 2 de la Loi.

<sup>325</sup>. Cette obligation est assortie de sanctions pénales (art. 69, 1° de la Loi).

<sup>326</sup>. La Directive limite ce pouvoir aux seules hypothèses où des valeurs mobilières ont été admises à la négociation sur un marché réglementé (art. 21.4.).

<sup>327</sup>. Art. 39 al. 2 de la Loi.

<sup>328</sup>. Art. 67 § 1<sup>er</sup>, m) et n) de la Loi. Cette restriction ne figurait pas à l'art. 25 al. 4 de la Loi du 22 avril 2003, mais est inspirée par l'art. 25.2. de la Directive.

<sup>329</sup>. Art. 71 de la Loi.

<sup>330</sup>. Art. 68 de la Loi.

sente Directive soient susceptibles d'un contrôle juridictionnel". À cet effet, un projet de loi vise à modifier l'article 121 § 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup> de la Loi du 2 août 2002 afin d'ouvrir un recours contre toutes les décisions prises par la CBFA sur base de la

Loi devant la cour d'appel de Bruxelles, à l'instar des décisions prises sur base de la Loi du 22 avril 2003, si ces dernières sont susceptibles de recours<sup>331</sup>. Ce projet de Loi n'a pas encore été adopté à l'heure actuelle.

### 13. LES RÈGLES APPLICABLES EN MATIÈRE D'OPC

#### 13.1. Le champ d'application de la Loi du 20 juillet 2004

93. Comme cela a été indiqué précédemment, la Directive exclut de son champ d'application les offres publiques portant sur des parts d'OPC à nombre variable de parts, communément appelés OPC "ouverts"<sup>332</sup>, que ceux-ci revêtent la forme contractuelle (fonds communs de placement gérés par une société de gestion), statutaire (SICAV) ou celle d'un trust ("*unit trust*"). Par OPC "ouverts", la Loi désigne les OPC "*dont l'objet exclusif est le placement collectif de moyens financiers recueillis auprès du public et dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques, et dont les parts sont, à la demande des porteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces organismes*"<sup>333</sup>. Comme le fait l'article 10 de la Loi du 20 juillet 2004<sup>334</sup>, la Loi précise qu'est assimilé à de tels rachats ou remboursements "*le fait pour un organisme de placement collectif d'agir afin que la valeur de ses parts admises aux négociations, sur un marché réglementé ou non, ne s'écarte pas sensiblement de leur valeur d'inventaire nette*".

94. La Loi du 20 juillet 2004, qui a transposé en droit belge les Directives 2001/107/CE<sup>335</sup> et 2001/108/CE<sup>336</sup> en matière d'OPC, vise quant à elle aussi bien les OPC "ouverts"<sup>337</sup> que "fermés"<sup>338</sup>. Pour suivre la même logique que celle adoptée par le législateur européen, le législateur belge, en transpo-

sant en droit belge la Directive, a modifié le champ d'application de la Loi du 20 juillet 2004, de telle manière qu'en matière de prospectus, les offres publiques portant sur des parts d'OPC "fermés" soient régies par la Loi. En conséquence:

- les offres publiques portant sur des parts d'OPC à nombre variable de parts, ou OPC "ouverts", sont régies exclusivement par la Loi du 20 juillet 2004, et ce dans tous leurs aspects (prospectus et autres documents relatifs à l'offre)<sup>339</sup>;
- les offres publiques portant sur des parts d'OPC à nombre fixe de parts, ou OPC "fermés", sont régies par la Loi, pour ce qui concerne le prospectus<sup>340</sup>, et par la Loi du 20 juillet 2004 pour ce qui concerne les autres documents relatifs à l'offre.

95. Cette différence est toutefois moins importante qu'il n'y paraît, la Loi du 20 juillet 2004 ayant été profondément remaniée suite à la transposition en droit belge de la Directive, de manière à soumettre à un régime identique toutes les catégories d'OPC publics (OPC à nombre variable de parts, à nombre fixe de parts ou en créances), en particulier pour ce qui concerne le prospectus<sup>341</sup>. En outre, on se souviendra que la Directive ne confère pas de passeport aux communications à caractère promotionnel, dont elle se limite à définir le contenu minimal, laissant aux États membres la possibilité de compléter ces exigences<sup>342</sup>. Le législateur belge était donc parfaitement habilité à prévoir un régime identique pour les

<sup>331</sup>. On se souviendra que la décision d'approbation du prospectus par la CBFA n'est pas susceptible de recours.

<sup>332</sup>. Art. 1.2., a) de la Directive. Cette exclusion s'explique par le fait que la matière des offres publiques et des admissions à la négociation de parts émises par des OPC autres que ceux du type fermé relève d'une autre directive d'harmonisation que la Directive, à savoir la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, ou "directive UCITS".

<sup>333</sup>. Art. 8 de la Loi.

<sup>334</sup>. "*Il paraissait en effet difficilement concevable que certains OPC soient qualifiés d'OPC de type fermé au sens de la présente réglementation alors qu'ils étaient qualifiés d'OPC à nombre variable de parts au sens de la réglementation 'OPC'*" (Exposé des motifs, Doc. parl. Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 33).

<sup>335</sup>. Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés.

<sup>336</sup>. Directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en ce qui concerne les placements des OPCVM.

<sup>337</sup>. Art. 10 de la Loi du 20 juillet 2004.

<sup>338</sup>. Art. 17 de la Loi du 20 juillet 2004.

<sup>339</sup>. Art. 52 de la Loi du 20 juillet 2004.

<sup>340</sup>. Art. 52 § 2 de la Loi du 20 juillet 2004.

<sup>341</sup>. À titre d'exemple, l'art. 53bis de la Loi du 20 juillet 2004 reproduit, en matière d'OPC "ouverts", l'interdiction visée par l'art. 64 de faire des communications publiques en dehors du cadre d'une offre publique (voy. n° 72). De même, l'art. 62bis de la Loi du 20 juillet 2004 reproduit l'art. 56 de la Loi en matière de monopole d'intermédiation (voy. n° 87).

<sup>342</sup>. Voy. n° 73.

communications relatives à toutes les offres de titres d'OPC "ouverts" ou "fermés".

pond, pour les États membres de l'EEE, aux règles transposant en droit interne la Directive.

## 13.2. La définition d'offre publique

96. Le concept d'"offre publique" est un concept central dans la Loi du 20 juillet 2004, qui dépasse largement la seule question de la nécessité ou non d'établir un prospectus<sup>343</sup>. Sont en effet notamment soumis aux dispositions de la Loi du 20 juillet 2004, en vertu de son article 4, les "*organismes de placement collectif publics*", soit les OPC qui recueillent leurs moyens financiers, en Belgique ou à l'étranger, partiellement ou totalement par la voie d'une offre publique de titres. En raison de leur caractère public, ces OPC sont soumis à une obligation d'inscription auprès de la CBFA et au contrôle de celle-ci<sup>344</sup>.

97. La définition d'"offre publique" au sens de l'article 3 de la Loi du 20 juillet 2004 s'inspire largement de celle contenue à l'article 3 § 1<sup>er</sup> de la Loi. La Loi du 20 juillet 2004 établit néanmoins une distinction, en son article 3, 1<sup>o</sup>, entre deux types d'OPC publics:

- ceux qui recueillent leurs moyens financiers en Belgique: la définition d'"offre publique" est identique à celle contenue à l'article 3 de la Loi. Par contre, la Loi du 20 juillet 2004 assimile expressément à une offre publique "*l'admission à la négociation sur un marché organisé qui est accessible au public*"<sup>345</sup>, laissant au Roi le soin de déterminer la notion de public<sup>346</sup>. Bien que la Loi du 20 juillet 2004 ne le précise pas, cette dernière exception ne concerne cependant pas les parts d'OPC "fermés"<sup>347</sup>;
- ceux qui recueillent leurs moyens financiers à l'étranger: il y a offre publique de titres lorsque l'opération est "*soumise, dans le pays concerné, à une réglementation particulière visant la protection de l'épargne publique, telle que, notamment, une obligation de prospectus ou une autre obligation d'information similaire*"<sup>348</sup>. Pour les parts d'OPC "fermés", cette réglementation corres-

## 13.3. Les critères de publicité d'une offre

98. La Loi du 20 juillet 2004 définit également, pour les seuls OPC qui recueillent leurs moyens financiers en Belgique, un certain nombre de critères permettant d'apprécier le caractère "public" d'une offre, étant entendu que si l'offre ne présente pas de caractère "public", elle n'est pas soumise à l'obligation de publier un prospectus en Belgique<sup>349</sup>. La Loi établit à cet égard une distinction entre les critères applicables aux seuls OPC "fermés", auxquels s'appliquent, en matière de prospectus, les critères visés par l'article 3 § 2 de la Loi, et ceux applicables à toutes les catégories d'OPC, qu'ils soient "ouverts" ou "fermés".

### 13.3.1. Les critères applicables aux seuls OPC "fermés"

99. La Loi du 20 juillet 2004 précise expressément que certains des critères visés en son article 5 § 1<sup>er</sup> ne concernent que "*les offres de titres, autres que des parts d'organismes de placement collectif à nombre variable de parts*". Les articles 5 § 1<sup>er</sup>, 3<sup>o</sup> et 5<sup>o</sup> de la Loi du 20 juillet 2004 disposent en effet que ne présentent pas un caractère public:

- les offres de parts d'OPC "fermés" qui requièrent une contrepartie d'au moins 50.000 euros par investisseur et par catégorie de titres. Les offres de parts d'OPC "ouverts" ne présentent quant à elles pas un caractère public si elles requièrent une contrepartie d'au moins 250.000 euros par investisseur et par catégorie de titres<sup>350</sup>;
- les offres de parts d'OPC "fermés" dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50.000 euros. Le législateur a en effet estimé ce critère inadapté aux parts d'OPC "ouverts", "*puisque la valeur unitaire correspond à une valeur d'inventaire qui peut varier*

<sup>343</sup>. Le fait de réaliser une offre publique de titres fait naître une obligation d'établir un prospectus qui, pour les OPC "ouverts", est régie par la Loi du 20 juillet 2004 (art. 52), et pour les OPC "fermés" par la Loi.

<sup>344</sup>. Art. 28 et 80 de la Loi du 20 juillet 2004.

<sup>345</sup>. Cette notion englobe à la fois les marchés réglementés et les marchés non réglementés (Rapport fait au nom de la Commission des finances et du budget par M. Luk Van Biesen, *Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 6).

<sup>346</sup>. Art. 5 § 2 de la Loi du 20 juillet 2004. Le Roi a ainsi la possibilité de choisir le (ou les) marché(s) concerné(s).

<sup>347</sup>. À défaut, la réglementation belge violerait les dispositions de la Directive qui prévoit, pour les parts d'OPC "fermés", que l'offre ne présente un caractère "public", imposant la publication d'un prospectus, que si ces parts sont admises à la négociation sur un marché réglementé (art. 3.3. de la Directive).

<sup>348</sup>. Art. 3, 1<sup>o</sup>, b) de la Loi du 20 juillet 2004.

<sup>349</sup>. Pour les OPC qui ne recueillent pas leurs moyens financiers en Belgique, comme indiqué précédemment, il n'y a offre publique de titres que si l'on réalise une opération "*soumise, dans le pays concerné, à une réglementation particulière visant la protection de l'épargne publique, telle que, notamment, une obligation de prospectus ou une autre obligation d'information similaire*" (art. 3, 1<sup>o</sup>, b) de la Loi du 20 juillet 2004).

<sup>350</sup>. Art. 5 § 1<sup>er</sup>, 4<sup>o</sup> de la Loi du 20 juillet 2004. Le législateur a donc conservé le critère qui figurait à l'art. 7 de l'Arrêté, estimant que "*l'abandon de ce critère pour un seuil inférieur aurait des conséquences importantes pour l'organisation du secteur des OPC à nombre variable de parts. L'on songe, notamment, à l'incidence d'une telle modification sur le bénéfice du passeport qui est attribué par la directive "UCITS" aux OPC à nombre variable de parts qui répondent aux conditions de la directive 85/611/CEE*" (*Exposé des motifs*, *Doc. parl.* Chambre 2005-06, 2344/001 et 2345/001, p. 95).

tous les jours selon la fréquence de détermination de celle-ci”<sup>351</sup>.

### 13.3.2. Les critères applicables aux OPC “ouverts” et aux OPC “fermés”

**100.** Les autres critères de publicité des offres de parts d’OPC visés par l’article 5 § 1<sup>er</sup> de la Loi du 20 juillet 2004 concernent aussi bien les OPC “ouverts” que des OPC “fermés”. Ils constituent des adaptations des critères visés par l’article 3 § 2 de la Loi:

- les offres adressées uniquement aux investisseurs institutionnels ou professionnels. La Loi du 20 juillet 2004 conserve donc la notion d’“investisseurs professionnels ou institutionnels” utilisée dans l’Arrêté, mais la complète pour y intégrer l’ensemble des investisseurs “qualifiés” visés par l’article 10 de la Loi<sup>352</sup>. Les investisseurs qui pouvaient prétendre à la qualité d’“investisseurs institutionnels ou professionnels” aux termes des articles 3, 2<sup>o</sup> et 6 de l’Arrêté conservent donc cette qualité, nonobstant le fait qu’ils n’entrent pas strictement dans la définition d’“investisseurs qualifiés”<sup>353</sup>;
- les offres adressées à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs institutionnels ou professionnels, et les offres dont le montant total est inférieur à 100.000 euros, calculé sur une période de 12 mois. Ces critères sont des transpositions des critères visés par les articles 3 § 2, b) et e) de la Loi.

### 13.4. Les communications à caractère promotionnel

**101.** La Loi du 20 juillet 2004 dispose expressément qu’en matière de prospectus, elle ne régit que les offres publiques portant sur les parts d’OPC “ouverts”<sup>354</sup>, les offres portant sur les parts d’OPC “fermés” étant *a contrario* régies par la Loi. Elle n’établit pas une telle distinction en matière de communications à caractère promotionnel, si bien que ses dispositions en la matière visent aussi bien les communications relatives aux OPC “ouverts” qu’aux OPC “fermés”. La Loi contient cependant également des dispositions relatives aux communications à caractère promotionnel pour les OPC “fermés”<sup>355</sup>. Ces communications sont par conséquent régies simultanément par la Loi et par la Loi du 20 juillet 2004. On relèvera cependant que les dispositions de la Loi du 20 juillet 2004 ont été remaniées à l’aune de la Directive, de telle manière que les deux régimes sont largement harmonisés. Ainsi, l’article 57 § 3 de la Loi du 20 juillet 2004 précise que les projets des avis, de publicités et des autres documents qui se rapportent à l’offre, qui l’annoncent ou la recommandent, doivent, pour les OPC “fermés”, être transmis à la CBFA concomitamment avec le projet de prospectus. L’article 129bis contient une disposition analogue pour les OPC de droit étranger à nombre variable de parts qui offrent publiquement leurs titres en Belgique.

<sup>351.</sup> *Ibid.*

<sup>352.</sup> Il en résulte que toute demande introduite par une personne morale en vue d’être reconnue comme investisseur qualifié au sens de la Loi constitue de plein droit une demande formulée pour être reconnue comme investisseur institutionnel ou professionnel au sens de la Loi du 20 juillet 2004, et vice-versa (CBFA, “*Extension de la notion d’investisseurs qualifiés et de la notion d’investisseurs institutionnels ou professionnels*”, communication du 10 octobre 2006, p. 1).

<sup>353.</sup> On relèvera par ailleurs que le Roi peut étendre la notion d’investisseurs institutionnels ou professionnels, pour l’application de la Loi du 20 juillet 2004, en distinguant, le cas échéant, selon le type ou la catégorie d’organismes de placement collectif (art. 5 § 3 al. 2 de la Loi du 20 juillet 2004).

<sup>354.</sup> Art. 52 de la Loi du 20 juillet 2004.

<sup>355.</sup> Art. 59 de la Loi, auquel renvoie l’art. 57 de la Loi.